

NIFD
国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报 主编:李扬

全球金融市场

胡志浩
叶骋 李晓花 董忠云 李重阳

2020 年 7 月

VISIT…

LANZAROTE
Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等......

扫码加微信lax988988领取资料



==

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信

联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练
32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦...........

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告；

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报；

3、每周分享经济学人

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。



扫一扫二维码
关注公号
回复：研究报告
加入“起点财经”微信群。。

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

摘　要

政策的迅速对冲加之经济开始适应疫情环境，二季度全球市场风险偏好呈上升趋势。然而需要警惕可能导致流动性再次紧缩的因素，近期应主要关注以下三点：财政部现金存款的变化、美国垃圾债券市场风险，以及新兴经济体的信用危机。

次贷危机以来，美国股市呈现两大特征，一是成长股大幅跑赢价值股，二是大市值科技股优于中小市值股票。成长股跑赢的原因主要是：第一，成长股具有长久期特征，降息环境下利好支撑明显；第二，宽松货币环境推升风险偏好，资金向头部聚集的趋势明显；第三，成长股代表未来信息和数字经济时代的产业和社会发展趋势，盈利增速受周期影响相对更小。而大市值科技股占优则主要因于新经济时代科技巨头的自然垄断特征，以及被动策略的流行强化了市场的马太效应。

过去十几年来全球化和科技巨头的崛起从结构上深刻改变了全球金融市场的格局。大型科技企业高度金融化，并已成为国际金融市场的重要参与者；科技巨头的资金池已成为市场资金供给的重要来源之一，并且深刻地改变了美元货币市场的结构，助推了影子银行体系的膨胀；大型科技企业热衷于现金股票回购和股权收购，进一步强化了其市场地位。

需要关注全球深度金融化带来的影响，尤其是中美摩擦带来的交易成本急剧上升，使得全球经济很难从根本上提高劳动生产率，也就无法真正从供给侧来

本报告负责人：胡志浩

本报告执笔人：

- 胡志浩

国家金融与发展实验室副主任

- 叶骋

国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员

- 李晓花

国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员

- 董忠云

国家金融与发展实验室特聘高级研究员、中航证券首席经济学家

- 李重阳

国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

解决全球经济深层次的矛盾，从而令市场始终无法摆脱对于深度金融化的依赖。

美国股市拥挤度过高，波动加大难以避免，但风格切换的时机尚不成熟，市场系统性调整还有待更明确的信号。针对美国垃圾债违约风险以及新兴经济体的信用风险爆发所带来的流动性冲击，中国应该有所预备。

目 录

一、二季度全球市场风险偏好上升……1
二、深度金融化环境下的美国股市……4
（一）次贷危机以来美股的特征……4
（二）形成的原因……6
（三）大型科技企业对市场格局的影响……9
三、值得关注的问题……10
附件一：全球债券市场观察……13
附件二：全球股票市场估值报告……28
附件三：汇率报告……36

一、二季度全球市场风险偏好上升

一季度新冠疫情的冲击在二季度被市场逐渐吸收，政策的迅速对冲加之经济开始适应疫情环境，二季度全球市场风险偏好呈上升趋势。

全球主要发达经济体第二季度国债收益率总体呈现三低状况——低水平、低斜率、低波动。其中，受疫情影响较大的美国，国债收益率小幅下行；受疫情影响相对较小的日本，国债收益率微幅上行。目前来看，主要发达经济体国债收益率基本处于历史最低水平，未来短期内进一步下行可能性并不大。一方面，美联储多次表示暂不考虑采用负利率；另一方面，基本面将继续主导利率走势，前期政策落地或有助于经济修复。然而，在美国疫情依然严峻，中美冲突常态化的情况下，判定美国经济复苏似乎为时尚早。若美国经济持续衰退，前期财政金融政策工具将逐渐失效，届时，负利率或许将成为美联储不得不为之的选项。

二季度，全球新兴经济体国债收益率基本呈现“牛陡”走势，而中国却呈现“熊平”态势。二季度以来，全球疫情逐渐向发展中国家蔓延，新兴经济体大部分采用降息政策， 引导收益率曲线下行，尤以曲线短端为甚，普遍呈现“牛陡”态势；而在中国，疫情的有效控制使得经济修复得以稳步推进，资金面边际收紧打击资金空转套利，导致中国国债收益率曲线上行。未来若疫情继续蔓延恶化，新兴经济体利率或将继续下行，需警惕疫情的剧烈冲击或欧美经济体复苏，触发资本外流和汇率贬值，进而导致恶性通胀和利率上行。对于中国而言，经济复苏持续性正在被逐步确认，“熊平”或将转为“熊陡”。但是，政府债券的发行和就业压力，会抑制收益率上行幅度。

在前所未有的财政金融救助政策下，二季度全球主要经济体的信用利差迅速收窄，基本已恢复至疫情前水平，而中国则继续保持小幅震荡态势。未来经济增长充满变数，但即使存在持续衰退，在政策托底经济的条件下，信用利差仍难以发生趋势性变化。

美国、欧洲等主要国家宏观经济指标出现回暖迹象，二季度全球风险偏好得到修复，乐观情绪下风险资产走强、美元指数走弱。7 月初以来，伴随着中国国内股市表现亮眼，人民币汇率快速升值，一度突破 7 整数大关。但短期内，考虑到后市经济的实际修复可能难超预期，因此全球市场也存在情绪反复导致风险偏好再次下降的可能。中长期，随着世界主要经济体走上复苏道路，尤其是如果欧洲复苏计划顺利落地，美元中枢将下探。人民币在资金流入的支撑下存在升值动能，但中美关系仍是未来一段时间人民币汇率的主旋律，蕴含极大不确定性。



图 1　日元和欧元 Basis Swap



图 2　FRA/OIS 利差

由于美联储的流动性投放工具效果较显著，二季度全球美元市场的流动性十分宽裕。从货币基点互换以及 FRA/OIS Spread 两个指标来看，当前离岸美元流动性充裕，货币市场的流动性也处于历史相对宽松位置（图 1、图 2）。

然而需要警惕可能导致流动性再次紧缩的因素，近期应主要关注以下三点：美国财政部现金存款的变化，美国垃圾债券市场风险，以及新兴经济体的信用危机。

财政部现金存款居高不下，美联储资产负债表扩张速度明显减缓（图 3）。当前海外投资者对美债需求下降（图 4），如果美联储缩表幅度过大，财政部继续发债导致 TGA 账户余额上升相当于从市场抽走流动性，可能会导致流动性短期紧张。

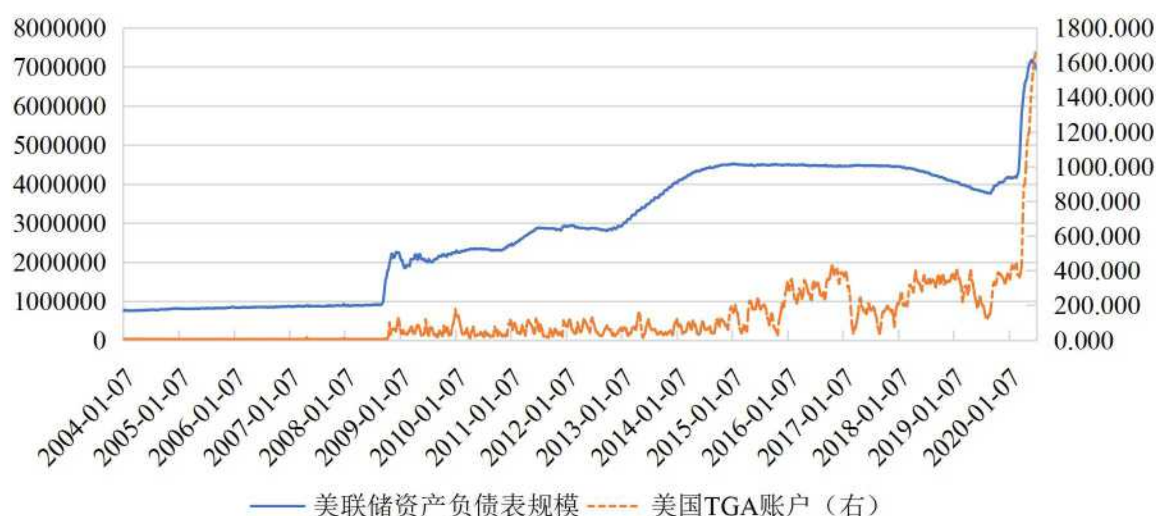


图 3　美联储资产负债表规模和 TGA 账户（单位：百万美元）

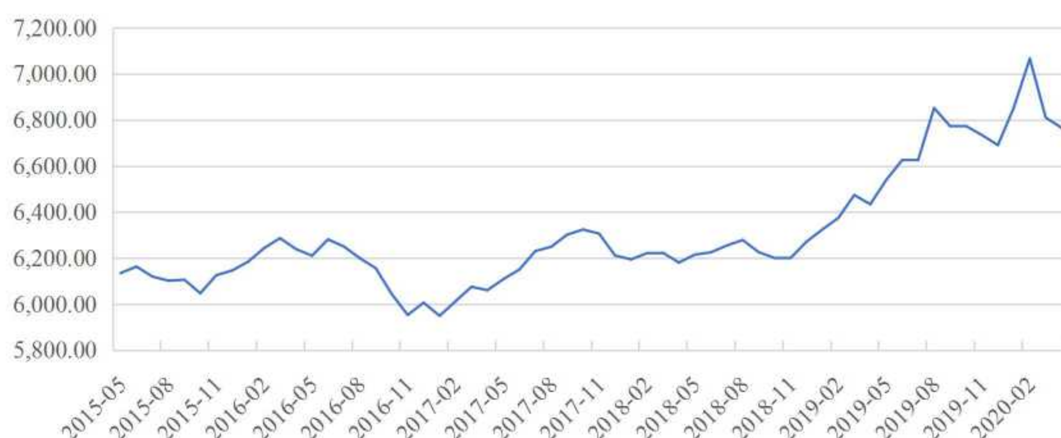


图 4　海外投资者持有美债规模（单位：十亿美元）

美联储承诺购买投资级债券,将保护范围内的信用利差迅速压低至正常水平。但保护范围之外的美国垃圾债（CCC级）的信用利差依然过高,需要警惕由于经济恢复不及预期可能引发的大规模违约，这会令垃圾债的信用风险扩散到整个金融市场。

目前，新兴市场信用溢价有所下降，但美元信贷收缩的情况没有根本性的缓解，许多新兴市场疫情扩散程度越来越快，依然可能爆发信用危机。信用危机爆发可能引起离岸美元流动性紧张，进而再对美国市场产生波动率溢出效应。

二、深度金融化环境下的美国股市

次贷危机以来，美国股市频创新高，受本次疫情冲击，美股大幅调整，但随后持续恢复，纳斯达克指数在二季度已收复失地并再创新高。

（一）次贷危机以来美股的特征

次贷危机以来美股的一路高歌总体呈现两大特征:成长股走势优于价值股；大市值科技股优于中小市值股票。

美股一个重要的特征是成长因子股票的收益率高于价值因子股票的收益率。成长因子一般来说可以用营收增长、净利润增长和毛利润增长等财务指标来衡量,成长型企业当前的盈利能力不强,或者即使当前有盈利能力但市场预计未来的盈利能力会更强。因此成长股的特征一般表现为高估值（高PE）和高盈利增长（EPS增长），以及较高的盈利增长预期，这类企业以科技型、创新型企业为主。价值股的特征一般表现为较低的PE\PB值，较高的股息率，但是营收增长率较低，这类企业以金融地产、传统工业和制造业企业为主。从两者的投资收益水平来看，以2010年为基准，到2020年7月，如果投资于标普500成长股ETF，最终资本利得收益大约两倍于价值股ETF（图5）。



图 5　标普 500 成长和价值股相对收益（2010 年 2 月 19 日为 1）

美股的另一个特征就是大市值的科技公司远强于中小市值的公司。纳斯达克 100 指数是以市值前 100 的纳斯达克上市公司编制而成的指数（主要为科技企业），其中 FAAMG 五个公司的市值占比超过 40%，可以将该指数视做大市值科技股票的代表。从 2010 年起，纳斯达克 100 指数的相对收益远远超过罗素 2000 指数和标普 500 指数。过去十年，纳斯达克 100 指数的收益大约是标普 500 指数的两倍，更是代表中小市值罗素 2000 指数的 2.5 倍（图 6）。

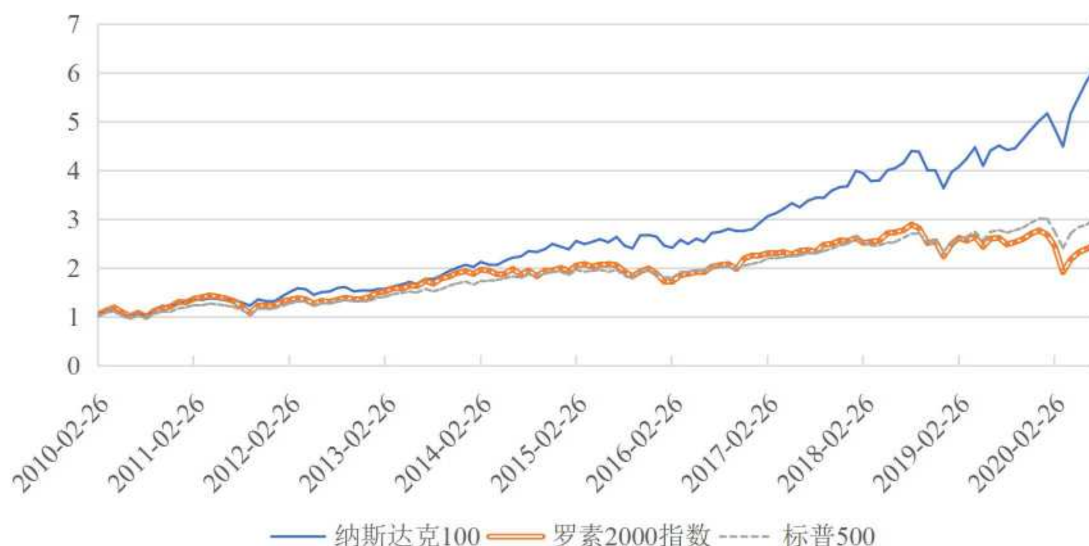


图 6　美国三大股指相对收益比较（2010 年 1 月等于 1）

（二）形成的原因

1. 形成美国股市成长股占优的因素主要有以下三方面。

第一，成长股具有长久期特征，降息环境下利好支撑明显。从收益特征上看，成长股依赖于对未来收益的预期，而价值股已经有较高的收益，基本面较稳定而增长预期较低。因此，成长股在保持较高预期的情况下，估值对利率变化边际上比价值股更加敏感，因而可从该特征把成长股划分为长久期资产，利率下降有利于成长股估值的上升。同理，利率水平的上升有利于价值股估值的上升。过去 10 年美国长债利率持续下降，10 年期国债收益率约下降 200 个 BP，推动了成长股估值的提升。

第二，宽松货币环境推升风险偏好，资金向头部聚集的趋势明显。美联储资产负债表扩张大幅度提升风险偏好，资金价格下降幅度快于价值股的盈利增长幅度，这对价值股也是有利因素，但成长股的估值由盈利增长预期决定，因此其估值的利率弹性相比于价值股更高。此外，由于成长股基本都具有科技企业的轻资产特征，相对于价值股重资产特征而言，成长股 ROE 更高，被动型投资者更偏好于高资产回报类型的股票，导致资产头寸越来越聚集。

这种聚集效应一方面过度定价了未来的良好预期，一方面强化了市场对低利率的需求和预期，导致市场在平稳状态下波动率极低，而在遭遇冲击时波动率极高，甚至每一次市场出现危机时，其烈度一次比一次高。这种不稳定的状态又反过来倒逼美联储继续采取宽松政策。2016 年美联储逐渐开始缩表加息，然而却导致了 2017 年海外美元流动性紧张和 2018 年初全球股市下跌，以及 2019 年 6 月美国货币市场钱荒，最终使得美联储不得不重新选择扩表。继续加码的宽松政策进一步强化了市场成长股和价值股的分化。

第三，成长股代表未来信息和数字经济时代的产业和社会发展趋势，盈利增速受周期影响相对更小。从相对估值方面来看，

成长股估值在大部分时间都高于价值股，这也是由于成长股较高的 ROE 所决定的。2008 年次贷危机时，成长股估值相比于价值股受到了更大影响，但 2020 年疫情引发的市场调整却呈现了不同的情况，成长股估值优势反而进一步扩大了，这也反映出全球经济进入信息经济、数字经济的基本趋势。从 EPS 之差来看，在 2008 年和 2020 年两次危机期间，成长股 EPS 大幅高于价值股 EPS，这主要是因为价值股盈利受经济基本面影响较大，当需求下滑时成长股营收下滑的幅度低于价值股（图 7）。



图 7　标普 500 成长\价值的估值和 EPS 相对水平

2. 大市值成长股跑赢小市值股票主要有以下原因。

第一，新经济时代科技巨头的自然垄断特征。从基本面上来看，大型科技企业盈利水平和盈利增长都高于小市值企业，从而推高了估值。从市值上看，科技巨头的总市值比传统制造业和金融业的龙头企业加起来还要大。科技龙头以其巨大的资金优势，在研发、推广和销售渠道等方面占据难以撼动的位置，这一方面挤压了小企业的市场份额，另一方面降低了市场的总体竞争水平。且科技巨头可以通过收购小企业来进一步形成垄断优势。五大科技巨头中垄断效应最明显的是苹果、亚马逊和微软，同时它们也

是世界上市值最大的三家企业。垄断可以产生巨大现金流，同时由于科技行业的特殊性，产品更新换代速度非常快，从而进一步推高市场对企业未来增长的预期，强化其赢家通吃的局面。

以 FAAMG 为例，在 2007 年后其盈利增速在大部分时间区间内都高于以罗素 2000 指数为代表的小市值企业（图 8）。且在 2008 年与 2020 年两次危机期间，FAAMG 的盈利恢复能力远高于小市值企业，其财务和盈利的韧性较高。

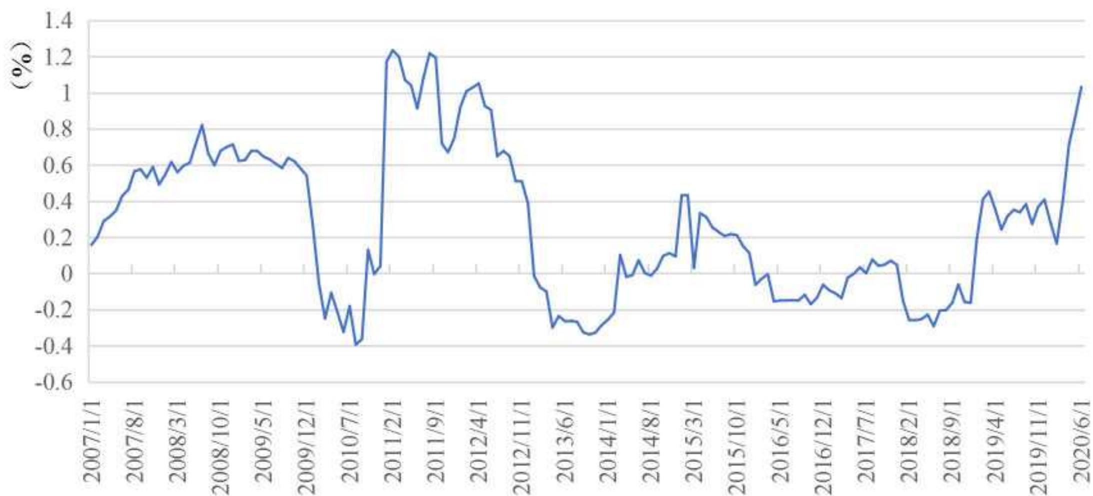


图 8　FAAMG 与罗素 2000 指数盈利增速差

第二，被动策略的流行强化了市场的马太效应。从市场投资者的行为特征来看，1990 年以来美国股票市场中被动型投资策略逐渐取代主动型投资策略成为市场主流，长期来看被动投资策略的相对收益远高于主动投资策略。2010 年后指数化 ETF 投资盛行（包括 SmartBeta 等指数增强策略），大市值科技股权重极高，因此所有以市值加权的指数化 ETF 投资策略会不约而同地将资金引向大市值企业。五大科技巨头（FAAMG）占标普 500 指数总市值的近 20%，约占纳斯达克 100 指数总市值的 40%。标普 500 和纳斯达克 100 的计算方法为加权平均，因此追踪标普 500 和纳斯达克 100 的被动型基金（约 20 万亿美元的规模）中接近三分之一会流入到五大头部公司。巨量的资金流入产生了流动性溢价，由于被动型基金大多有流动性要求，流动性最好的资产所占基金投资组合比重越来越高。

（三）大型科技企业对市场格局的影响

过去十几年来全球化和科技巨头的崛起从结构上深刻改变了全球金融市场的格局。

第一，大型科技企业高度金融化，并已成为国际金融市场的重要参与者。在庞大的离岸美元市场和资本自由流动的支撑下，科技巨头在全球范围内部署资本和建立生产线，同时其资产负债表也拥有比银行更大的错配自由度（所受到的金融监管少）。例如苹果公司能够以低利率借入欧元，在离岸美元市场上换成美元之后在亚洲投资生产线，销售产品的利润汇到爱尔兰等低税率国家以避税，同时把盈余投资到国债和货币市场。科技巨头利用其强大融资能力和资产负债表灵活度来进行金融套利活动。例如，以接近于 0 甚至是负的利息融入欧元，投入美元互换市场后购买美国的债券资产或者进行股权投资。

第二，科技巨头的资金池已成为市场资金供给的重要来源之一，并且深刻地改变了美元货币市场的结构，助推了影子银行体系的膨胀。大型科技企业盈利增长速度远高于工资增长速度，因此产生了大量的现金盈余。2017 年底，美国前五名科技巨头海外现金就已经接近 7000 亿美元，这些科技企业在海外成立资管机构统一管理这些资金，形成了庞大的机构资金池。这些资金面临的首要问题就是如何保障资金的安全。从金融市场的角度来说，非保险的银行存款在信用等级中最低，且美国的银行仅提供 50 万美元的存款保险，所以如此庞大规模的现金只能投资于回购市场。目前，科技巨头的机构资金池成为了离岸美元供给的重要来源，在回购市场中，短期国债是最高信用等级的抵押品，由于回购市场的巨大需求，短期国债总是处于稀缺的状态。因此，对安全抵押品的需求催生了以私人债务为抵押的影子银行体系迅速膨胀。

第三，大型科技企业热衷于现金股票回购和股权收购，进一步强化了其市场地位。2019 年全美股票市场回购规模超过了 1

万亿美元，这是历史上第一次超过了全部公司的当期自由现金流总和，其中头部企业贡献了总回购量的约 25%。由于科技巨头的大权重特征，大规模的股票回购在推高自身股价的同时也拉动指数上涨。同时，股权的收购不可避免的导致科技巨头的行业垄断性增强。在美国的股票市场中，机构投资者在控股比例上占绝对优势，持有的股权约占整个市场的 65%。特别是美国三大资管巨头——贝莱德、先锋和道富环球，共持有了标普 500 成分股中约 23%的股票数量。由于机构的持仓优势，资管机构与企业管理层可能形成激励管理层进行股票回购以推高资管产品净值的利益关联体。

三、值得关注的问题

第一，全球金融化的深度进一步加大。此次疫情危机使得原本已经金融化的全球经济更趋于深度金融化。主要表现是：为应对危机，央行维护市场流动性稳定的举措本身却成为了一个不稳定因素，任何不及市场预期的行动都将诱发市场的大幅波动；市场化融资渠道逐渐取代银行融资成为离岸美元市场上的主要融资方式，其中非银金融机构所占比重越来越大；非美金融机构成为离岸美元市场的主要参与者（供给和需求两方面）；非美实体之间涉及美元的金融活动大部分不经过美国金融市场；过去的贸易（石油）美元的分析框架早已失效；美联储必须承担全球央行的职责。

第二，全球经济在新一轮长期周期的入口处受到阻碍。国内外相关研究认为 20 世纪 80 年代开始的这轮长周期于 2008 年前后已经进入下行期，当前一路凯歌的科技巨头或多或少地代表了下一轮长周期的产业方向。但当前中美摩擦使得数字经济将面临来自基础创新、产业转型和市场融合等方面阻碍，这将影响全球劳动生产率的提升，使全球经济很难真正从供给侧来解决深层次的矛盾，从而始终无法摆脱对于深度金融化的依赖。

第三，美股成长股占优的风格是否会切换？从宏观因素来

看，价值股如果要重新战胜成长股，需要利率中枢的明显上升，两种情形下会出现这种状况，一是经济超预期复苏，美联储逐步恢复货币政策的中性；二是通胀因素，尤其是供给收缩引发的通胀预期抬升迫使利率上升。从微观层面看，科技巨头的股票估值较高，但其不合理性在短期内很难被证伪。3 月份以来股市的迅速反弹吸引了许多新投资者，在历史动量效应的影响下，新投资者选择投资于过去表现更好的股票的概率更大。另一方面，被动型投资基金的收益来源主要是管理费，在没有非常明确的边际变化时，基金会选择补仓原有的头寸以提高净值，而主动换仓或者清仓的动机很低。美国科技巨头股价的调整就是美股的命门，虽然美股现在的拥挤度已经很高，但从目前宏微观的角度看，美股还在等待真正的调整信号。

第四，针对美元流动性变化我们要有预案。我们要谨防当前全球金融市场两个重要的潜在风险：一是美国 CCC 级债券的信用利差过高，经济恢复不及预期下可能面临大规模违约；二是除中国外的其他新兴经济体可能因为疫情无法有效控制而爆发大面积的信用危机。这两个风险甚至可能同时爆发。如果发生危机则势必会出现大规模的资本外流，这将对人民币汇率造成较大的贬值压力。而当前中美短期利差过高，人民币又存有升值压力。加之中美矛盾的演变将直接影响到汇率的波动，当前人民币汇率的扰动因素十分复杂。因此央行应该更积极地对外汇市场进行波动率管理操作来防止人民币出现剧烈波动的风险。

国内应该坚持长期的市场化改革，促进国内金融机构和非金融企业的融资渠道多元化。加快国内信用市场、利率市场的深度化改革，探索多元化的风险对冲工具——如利率、汇率衍生品的广泛使用。

在监管方面，货币当局应当系统性地梳理我国金融机构和非金融企业的对外负债和资产的规模、结构、平均久期和成本信息，形成系统化的数据库以更好的监测市场风险，同时适度地向市场

披露，以稳定市场预期。其次，加强对我国金融机构境外业务中货币错配现象的风险监管，对期限和货币双错配的现象也要严格监管，提高其流动性充足率的要求，针对美元流动性危机的情形进行压力测试。

在危机处置和应对方面，特殊时期央行应该对各类金融机构开放流动性通道。美联储的一系列流动性工具被证明对于解决流动性问题十分有效。鼓励涉外业务的金融机构进行多元化货币融资，尽量使用货币互换工具而不是通过信贷融资。

附件一：全球债券市场观察

- 截至2019年底，全球未偿债券余额为117.99万亿美元，同比上升3.94%。中国自2018年底首次超越日本后，继续保持全球第二大债券市场地位。
- 2020年二季度，全球主要经济体国债收益率处于低位水平且小幅震荡；在政策空间压缩殆尽后，基本面渐成主导因素，收益率曲线水平和斜率同向波动。其中，受疫情影响较大的美国，国债收益率小幅下行；受疫情影响较小的日本，国债收益率小幅上行。目前来看，主要经济体国债收益率基本处于历史最低水平，未来短期内进一步下行的趋势或将难以持续。一方面，美联储多次表示暂不考虑采用负利率；另一方面，基本面将继续主导利率走势，前期政策落地或有助于经济修复。然而，在美国疫情依然严峻，中美冲突常态化的情况下，美国经济复苏似乎为时尚早。若美国经济持续衰退，前期财政金融政策工具逐渐失效，届时，负利率将成为不得不为之的选择。
- 2020年二季度，全球新兴经济体国债收益率基本呈现"牛陡"态势，中国则呈现"熊平"态势。二季度以来，全球疫情逐渐向发展中国家蔓延，新兴经济体大部分采用降息政策， 引导收益率曲线下行，尤以曲线短端为甚，普遍呈现"牛陡"态势；而在中国，疫情的有效控制使得经济修复得以稳步推进，资金面边际收紧打击资金空转套利，导致中国国债收益率曲线上行。未来若疫情继续蔓延恶化，新兴经济体利率或将继续下行，需警惕疫情的剧烈冲击或欧美经济体复苏，触发资本外流和汇率贬值，进而导致恶性通胀和利率上行。对中国而言，经济复苏持续性正在被逐步确认，"熊平"或将转为"熊陡"；同时，政府债券的发行和就业压力，会抑制收益率上行幅度。
- 2020年二季度，中美10年期国债利差继续创新高，达到216BP。未来进一步走阔的空间较小，或将维持高位震荡。
- 2020年二季度，在前所未有的财政金融救助政策下，全球主要经济体的信用利差由一季度的急剧走阔迅速收窄，基本已恢复至疫情前水平；印度信用利差上行后又有所收窄；而中国则继续保持小幅震荡态势。未来经济增长充满变数，甚至持续衰退，但在政策托底经济的条件下，信用

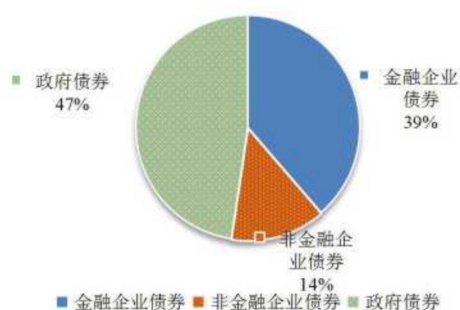
利差难以走出趋势性的变化。

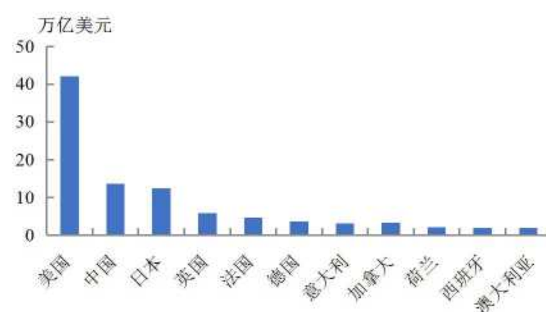
- 收益率曲线的斜率（期限利差）主要包含两个部分：利率预期和期限收益（持有长债相对于短债的超额收益）。2020 年二季度，持有长期中国国债的超额收益为负，且期限越长，持有收益负值越大，其主要原因在于长期债券收益率上行幅度超过预期理论所蕴含的利率上行幅度。

一、全球债券市场发展

（一）全球债券市场存量

全球债券市场未偿余额约占世界 GDP 的 134%，其中 35%的规模在美国；中国自 2018 年底首次超过日本后，继续保持全球第二大债券市场地位。截至 2019 年四季度，全球未偿债券余额（含国内、国际债券）为 117.99 万亿美元，同比上升 3.94%，环比上升 2.64%。其中，政府债券占比 49%，金融企业占比 37%，非金融企业占比 14%。债券市场规模最大的国家依次为美国、中国、日本，其全部债券的未偿余额分别为 41.2 万亿、14.7 万亿、12.8 万亿美元，与 2018 年同期相比中国和日本分别增加 14.09%、2.61%，而美国减少 0.17%。美国约占全球债券市场未偿余额的 34.9%，三者之和约占全球债券市场未偿余额整体规模的 58.3%。





附图 1　全球未偿债券余额结构　　**附图 2　全球主要国家未偿债券余额**

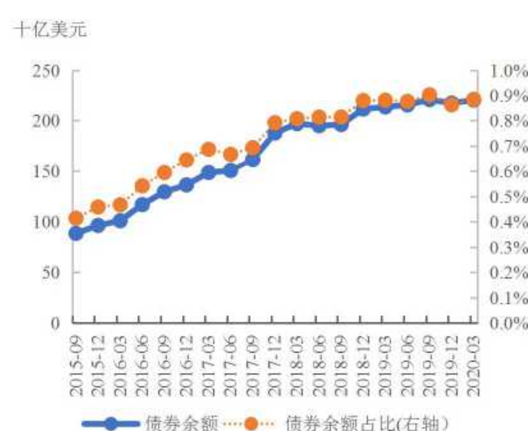
注：未偿债券包括国内和国际债券，各国未偿债券余额为 2019 年四季度末公布数据。

资料来源：BIS。

全球债券市场未偿余额中约有21%为国际债券[1]**，其中发达国家占国际债券未偿余额的68.9%。**截至2020年一季度，国际债券未偿余额总体规模为24.91万亿美元，约占全部债券未偿余额的21%。其中，发达国家国际债券未偿余额始终占据主导地位，其规模约占国际债券未偿总金额的68.9%，但其占国际债券未偿总金额的比例不断缩小，由2010年一季度的83.5%下降为2020年一季度的68.9%。**发展中国家国际债券未偿余额比例较小，但其规模和份额均稳步上升。**从2008年末的0.89万亿美元增长到2020年第一季度末的2.78万亿美元，占总规模的比例也从4.7%上升到11.1%。其中，截至2020年一季度，中国国债债券余额为2204亿美元，约占总规模的0.88%。



附图3　国际债券未偿余额



附图4　中国国际债券未偿余额及占比

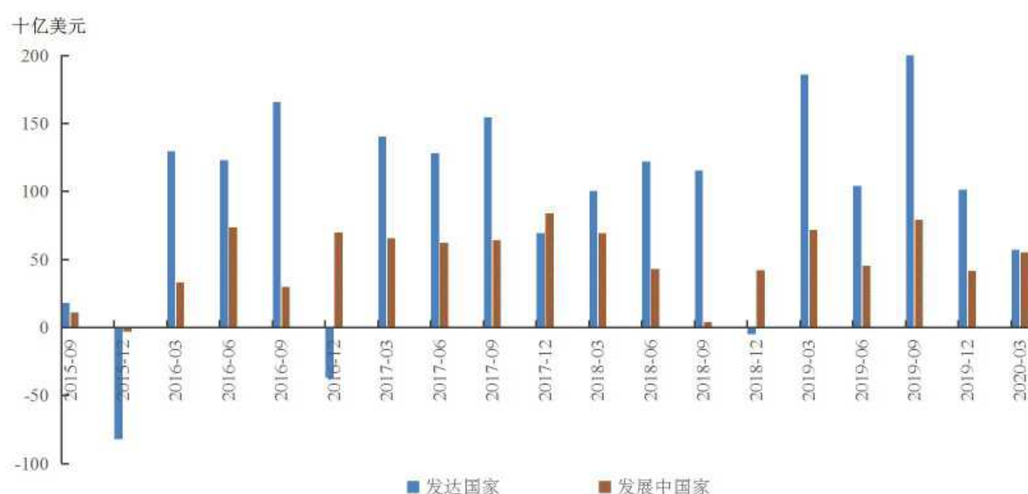
注：国际债券余额为2020年一季度公布数据。

数据来源：BIS。

（二）全球债券市场发行量

2020年一季度发达国家国际债券净发行环比有明显回落，而发展中国家有所增加。由于疫情冲击，全球经济增速进一步放缓甚至萎缩，企业融资需求减少，发达国家国际债券发行量较上一季度有明显回落。其中，2020年第一季度发达国家国际债券净发行571亿美元，环比减少43.7%；发展中国家国际债券净发行552亿美元，环比增加32.5%。

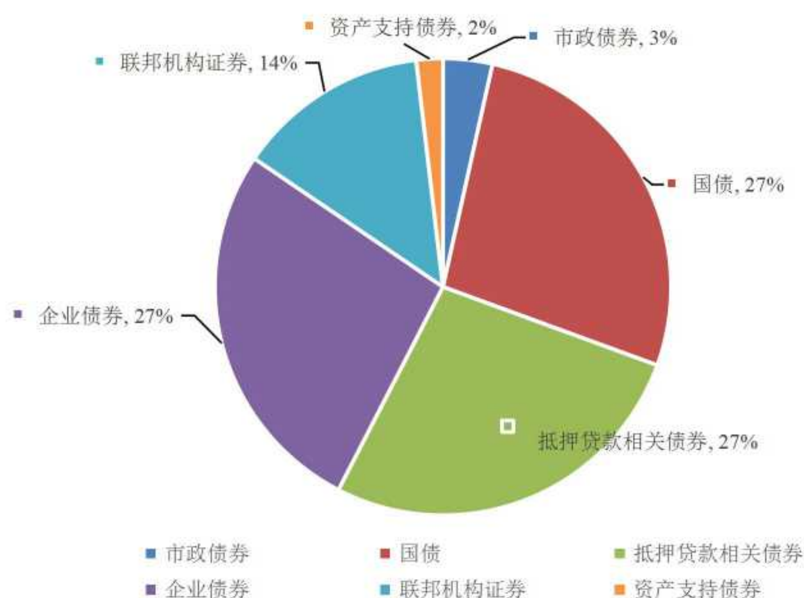
[1] 发行人居住地如与证券注册地、发行法规颁布地、挂牌市场所在地三项中的任一项不符，则视为国际债券。



附图 5　国际债券净发行额

数据来源：BIS。

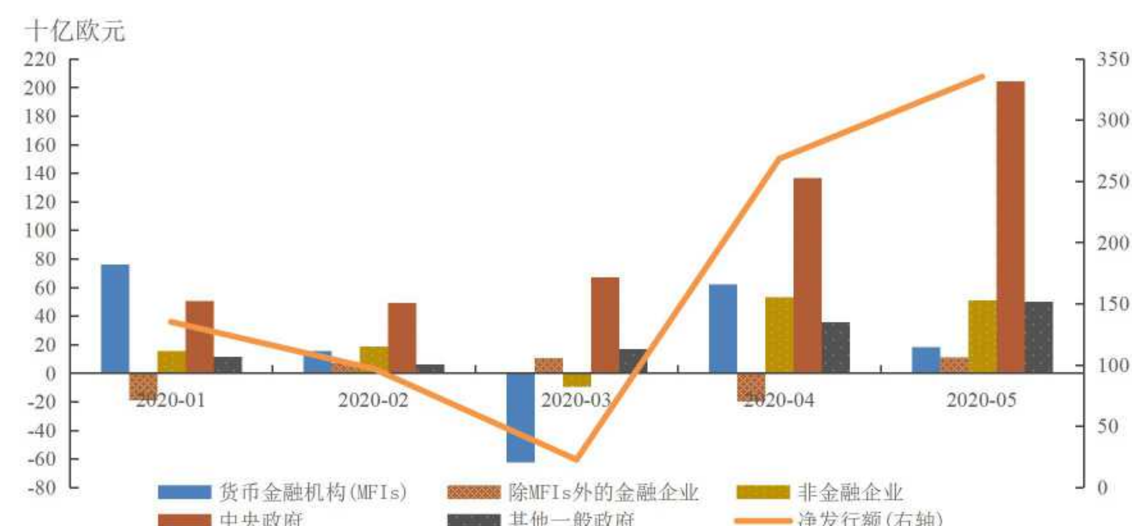
2020 年前五个月美国债券累计总体发行 4.34 万亿美元，规模较 2019 年同期上升 28.2%。为应对疫情，美国采取了超宽松货币政策和规模无上限的经济刺激政策，创设多种新型货币工具，救助的对象覆盖市政和州政府、企业和居民，为债券市场发行提供流动性。从结构上看，企业债券和抵押贷款相关债券大幅增加 87.3%、77.8%，发行比例与国债相当；联邦机构证券和市政债券发行均有明显增加，同比增幅分别为 63.4%、11.1%；国债发行由于去年基数高，同比小幅下降 1.3%。



附图 6　2020 年前五个月美国债券市场的发行构成

数据来源：WIND。

2020 年前五个月欧元区政府债券和非金融企业债券净发行额增加迅猛，尤其中央政府债券净发行占净发行总额比重为 59.2%。2020 年前五个月，由于财政货币政策支持，欧元区债券净发行总额为 8582 亿欧元，同比大幅上升 135.1%。其中，政府类债券净发行额增幅最大，其他一般政府债券同比上升 509.5%，中央政府债券同比上升 298.1%；其次，为非金融企业债券净发行额同比上升 108.0%。



附图 7　2019 年欧元区债券发行情况

数据来源：WIND。

二、全球债券收益率情况

（一）国债收益率曲线情况

1．发达国家国债收益率情况

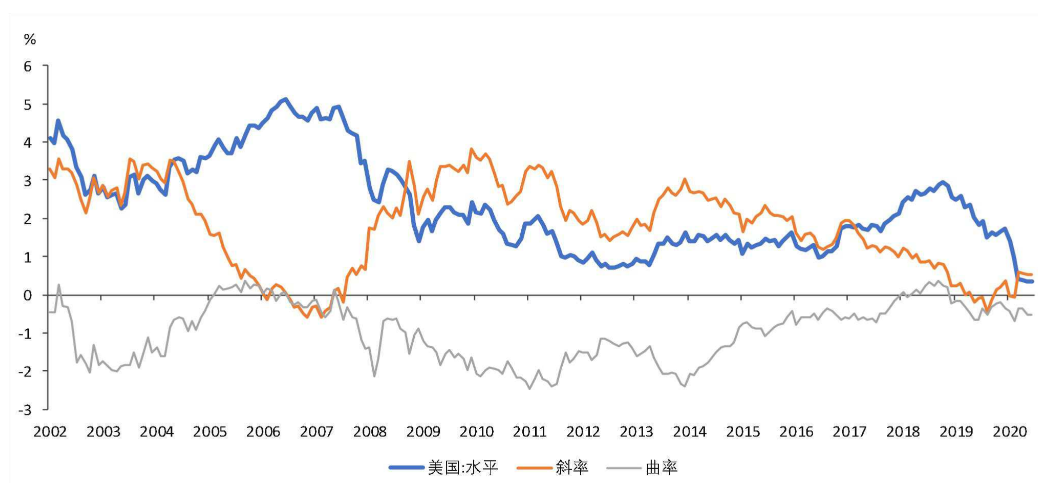
2020 年二季度，在经历一季度收益率明显下行，但经济前景依然低迷的背景下，主要发达经济体国债收益率处于历史低位，且呈现低波动特征。

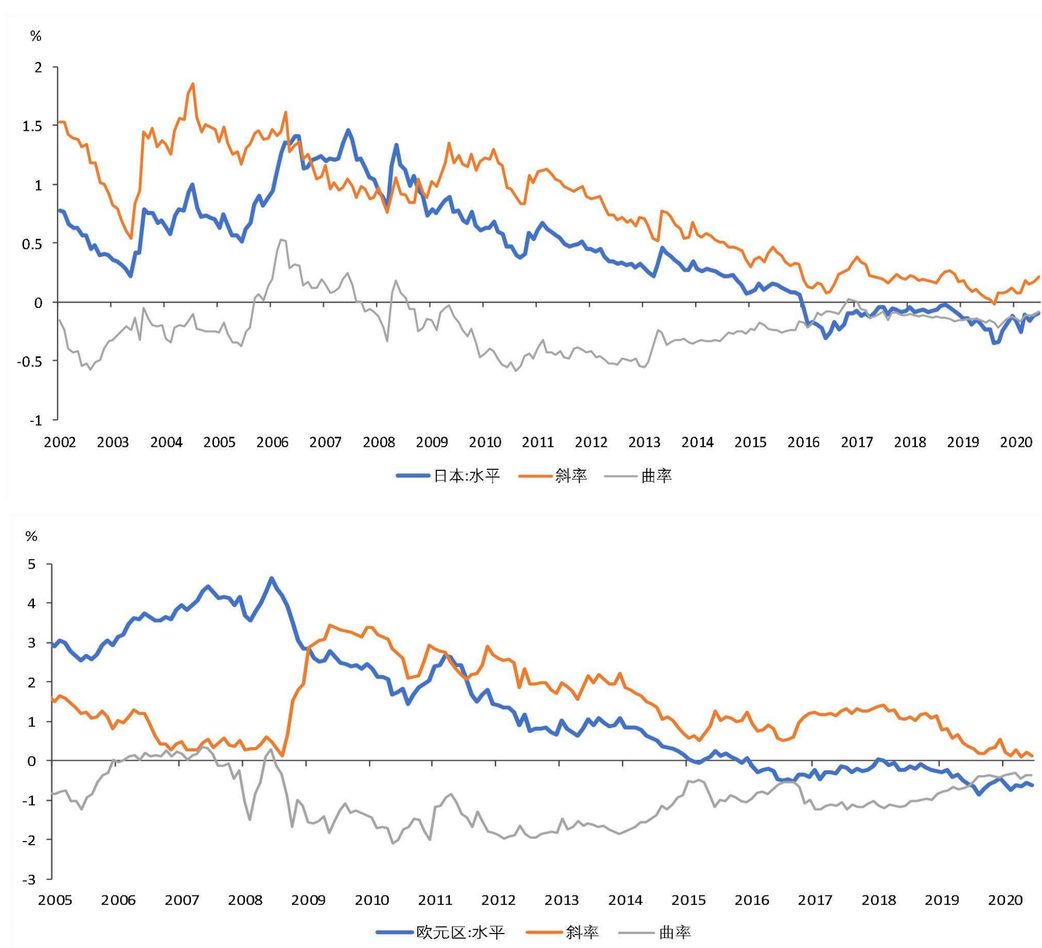
2020 年二季度，美国国债收益率在历史低位呈现震荡态势，水平和斜率同步小幅下行。其中，收益率水平下行 6BP，再创新低至 0.35%；斜率处于正区间低位徘徊。由于疫情冲击，在超宽松货币政策驱动下，一季度美国国债收益率急剧下降至历史低位。在不考虑负利率情况下，基准利率已无下调空间，基本面成为利率走势的主导因素。进入二季度，美国经济在疫情中恢复开放，零售和就业数据有好转迹象，尤其是在 6 月初发布超预期就业数据后，利率有明显上行，

但随后美联储 6 月议息会议指出经济前景仍存在较大风险和不确定性，GDP 将萎缩 6.5%，接近零利率的货币政策或将维持到 2021 年底，利率又急速回调。近期，美国疫情有进一步恶化趋势，单日新增疫情屡创新高。展望未来，基本面仍将主导利率走势，在疫情尚未控制的情况下，美国经济难以走出低迷，持续复苏；但在美联储多次声明短期不考虑负利率且前期政策工具托底经济的情况下，美国利率下行难以持续；利率对经济利好信息更加敏感，或将扭转小幅上行。同时，如果美国经济长期持续低迷，现有政策工具效果渐微，负利率或是不得不为之的选择。

2020 年二季度，日本国债收益率也呈震荡态势，但水平和斜率同步小幅上行。其中，收益率水平上行 5BP，至-0.10%。2020 年二季度，疫情对日本的影响逐渐减小，日本经济处于缓慢复苏阶段；同时，日本央行继续加大货币政策，在维持基准利率不变的情况下，取消购买国债上限，扩大资产购买计划。上述措施对经济形成支撑，日本国债收益率小幅上行。近期，日本首都圈疫情也出现反弹。未来经济仍将处于缓慢复苏阶段，收益率或保持震荡态势。

2020 年二季度，欧元区公债收益率在历史低位呈震荡态势。其中，收益率水平处于负区间，斜率处于历史低位，保持小幅震荡。2020 年二季度，欧元区经济受疫情影响，经济依然脆弱，仍处于衰退期；但其货币政策和财政政策也正发挥作用，且主要国家疫情已过高峰期，基本平稳。由于疫情的不确定性，未来欧元区或将在持续衰退和艰难走出衰退之间徘徊，收益率仍将保持低位和震荡态势。





附图 8　主要发达经济体国债收益率曲线水平

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

2．新兴经济体国债收益率情况

2020 年二季度，疫情震中已逐渐至发展中国家，巴西、印度和俄罗斯累计确认人数都已超过 70 万，占据全球前五。在此情形下，新兴经济体继续采用降息政策，延续一季度的“牛陡”态势。而中国在疫情有效控制下，经济呈现稳步复苏特征；同时，为打击资金空转套利，流动性边际收紧，使得中国国债收益率曲线呈现“熊平”态势。

2020 年二季度，印度国债收益率曲线延续“牛陡”态势。其中，收益率水平下行 67BP，至 5.04%，与 2018 年 9 月高点相比下行近 300BP。截至二季度末，印度累计确诊病例超过 58 万，且每日新增病例屡创新高，逼近 3 万。疫情加速了印度经济增速的下滑，第一季度 GDP 同比已降至 3.04%，为 2003 年以来的最低水平；由于严格的封锁措施，印度二季度经济料将急剧收缩。为加强对经

济的支持力度，印度央行在 5 月 24 日继续下调基准回购利率 40BP 至 4.00%，印度国债收益率水平下行，斜率走陡。

2020 年二季度，俄罗斯国债收益率曲线延续“牛陡”态势。其中，收益率水平下行 140BP，至 5.15%，与 2018 年 12 月高点相比下行超过 300BP。截至二季度末，俄罗斯累计确诊病例超过 60 万，每日新增病例在五月高峰期超过 1 万，目前较为平稳。为应对疫情，俄罗斯央行分别在 4 月 27 日和 6 月 22 日降息 50BP 和 100BP，国债收益率下行，斜率走陡。

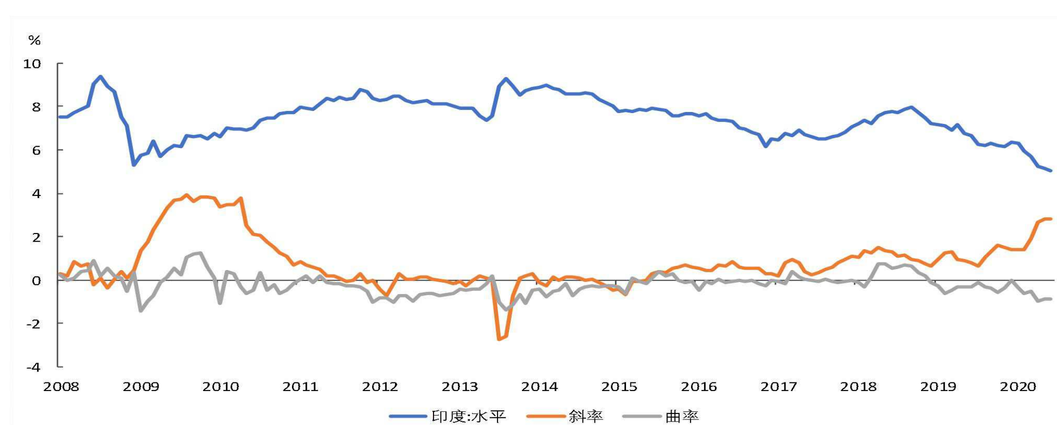
2020 年二季度，巴西国债收益率曲线整体呈现“牛陡”态势。其中，收益率水平下行 113BP，至 5.20%，与 2018 年 9 月高点相比下行超过 500BP。截至二季度末，巴西累计确诊病例超过 140 万，成为除美国外确诊最多的国家，每日新增病例最高超过 5 万，目前并无减缓趋势。为应对疫情冲击，巴西延续降息政策：分别于 5 月 7 日和 6 月 18 日降息 75BP，目前基准利率为 2.25%，国债收益率曲线下行，斜率走陡。

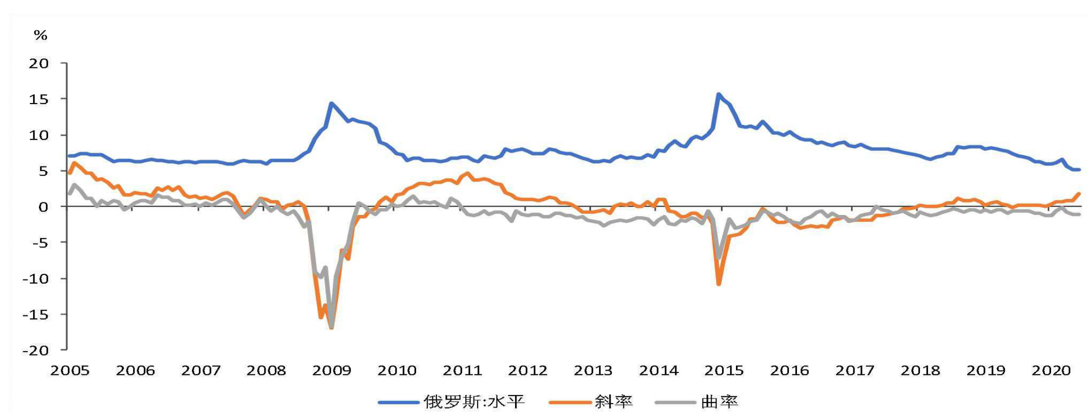
2020 年二季度，土耳其国债收益率曲线整体呈现“牛陡”态势。其中，收益率水平下行 240BP，至 8.70%，与 2018 年 9 月高点相比下行超过 1800BP。截至二季度末，土耳其累计确诊病例 20 万，经历了 3、4 月高峰期后，疫情逐渐平稳，目前每日新增在 1000 人左右。为应对疫情，土耳其也采取降息政策：分别于 4 月 23 日和 5 月 22 日降息 100BP、50BP，导致 4 月国债收益率下行；但因其经济结构单一，并与美国关系持续紧张，导致资本外流，通胀高企（2020 年 6 月通胀为 12.6%），5 月的降息并未引导收益率下行，而是保持小幅波动态势。

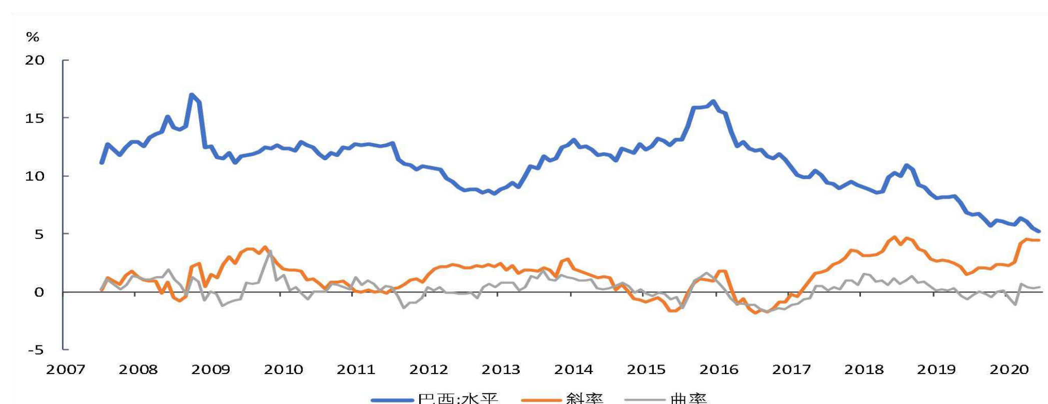
2020 年二季度，中国国债收益率曲线呈现“熊平”态势。其中，收益率水平上行 30BP，至 2.54%；斜率则持续走平。二季度以来，中国疫情已得到有效控制，逐渐进入后疫情时代，全国复工复产稳步推进，在一系列财政货币政策的支持下，经济呈现持续复苏特性。其中，新增信贷和社融稳步增长、二季度制造业 PMI 均处于荣枯线以上、社会消费品零售总额和 PPI 同比降幅均有所收窄，尤其是进出口表现抢眼，远超预期，6 月份贸易差额超过 600 亿美元。其次，为打击资金套利空转，货币政策实施价平量缩，流动性边际收紧，导致曲线短端收益率有较明显上行，从而带动整条曲线上行。整体上看，二季度中国国债收益率走势仍以政策面影响为主导，基本面逐渐修复作为辅助和前提。未来，中国将处

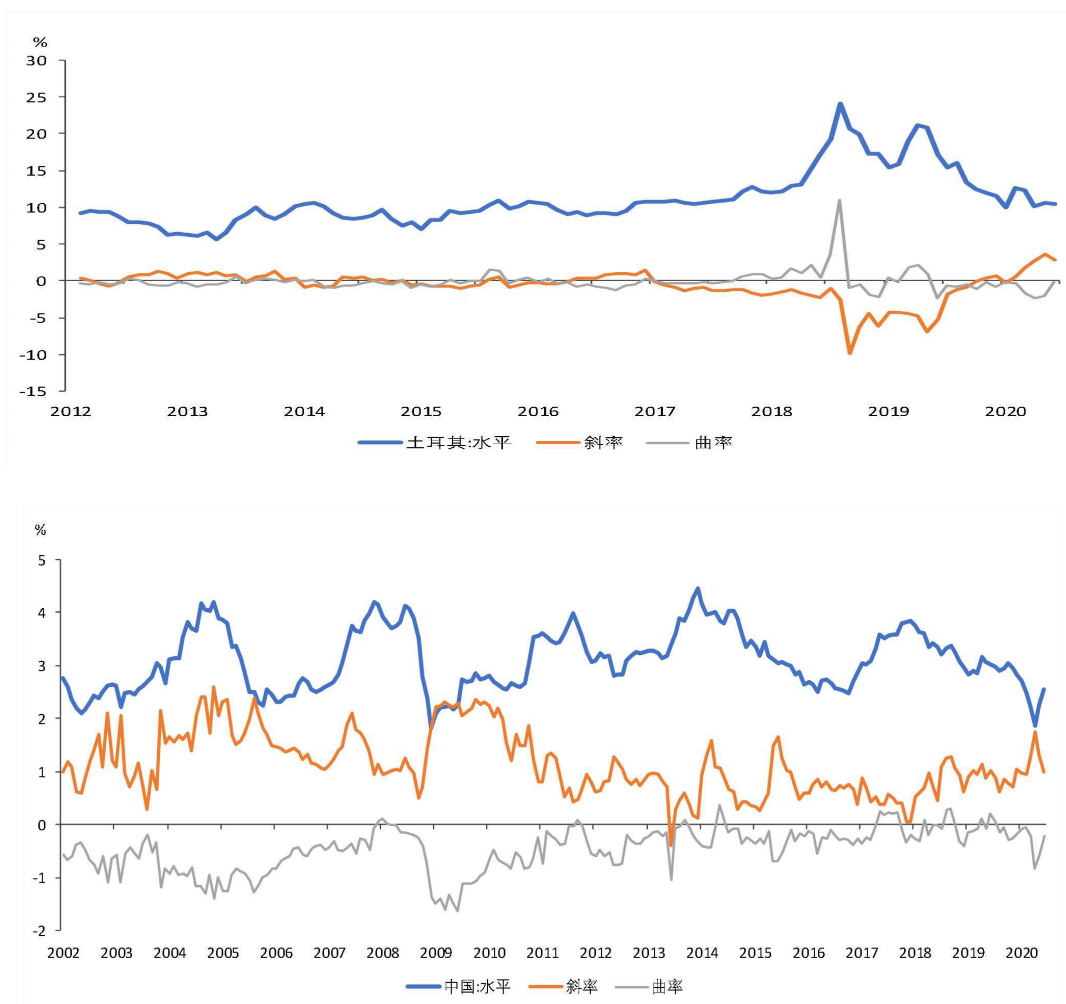
于前期政策落地消化期，尤其是直达实体经济的政策的实施，基本面或将成为利率走势主导。在中国经济持续复苏的条件下，利率或将继续上行，且以长端为主。但需注意，下半年政府债券的放量发行以及就业压力，将抑制利率上升幅度。同时，由于中国货币政策多目标特征，利率走势主导因素的切换也将更加频繁和复杂。

展望未来，疫情在新兴经济体持续蔓延，在政策空间逐渐压缩，应对疫情冲击能力逐渐减弱的情况下，新兴经济体经济面临较大风险；若欧美等发达经济体逐渐修复，则容易造成资本外流，恶性通胀等不利情况。目前，土耳其已逐渐显露出此类特征。因此，需特别关注后续疫情的变化对发展中国家的冲击。







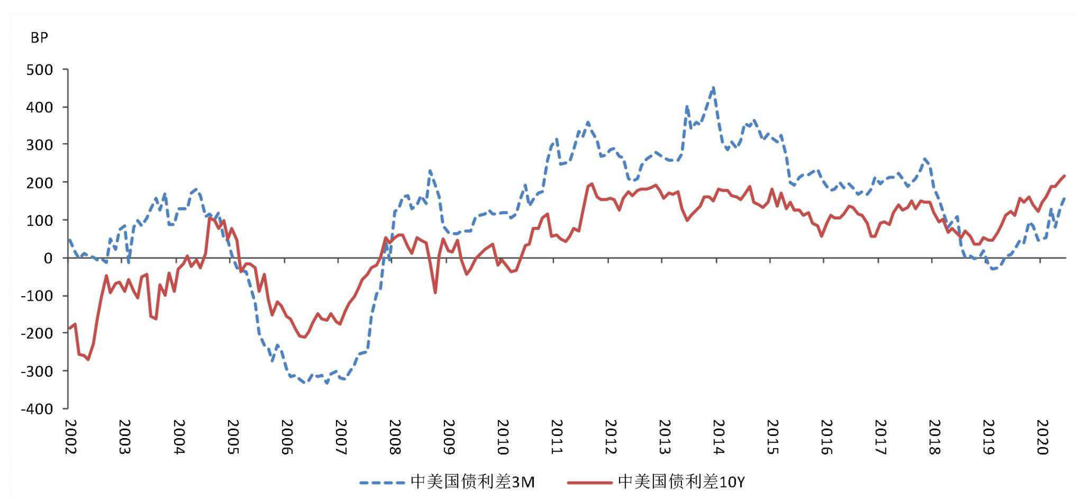


附图 9　部分新兴经济体国债收益率曲线水平

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

3．中美国债收益率利差情况

2020 年二季度，中美国债利差持续拉升。其中，中美国债 10 年期利差拉升 26BP，至 216BP，继续创新高；3 月期利差上升 28BP，至 158BP。就收益率曲线短端来看，由于美国基准利率不变，中国资金面边际收紧，中美 3 月期国债利差上升；就收益率曲线长端来看，美国经济前景不明，中国经济持续修复，美国 10 年期国债收益率小幅下行，而中国则上行，中美利差继续创历史新高。展望未来，在中美利率难以下行，而上行幅度有限的情况下，中美国债利差或将保持高位震荡。



附图 10　中美国债利差情况

注：利差等于中国国债对应期限收益率减去美国国债对应期限收益率。
数据来源：WIND。

4．中国国债期限利差情况

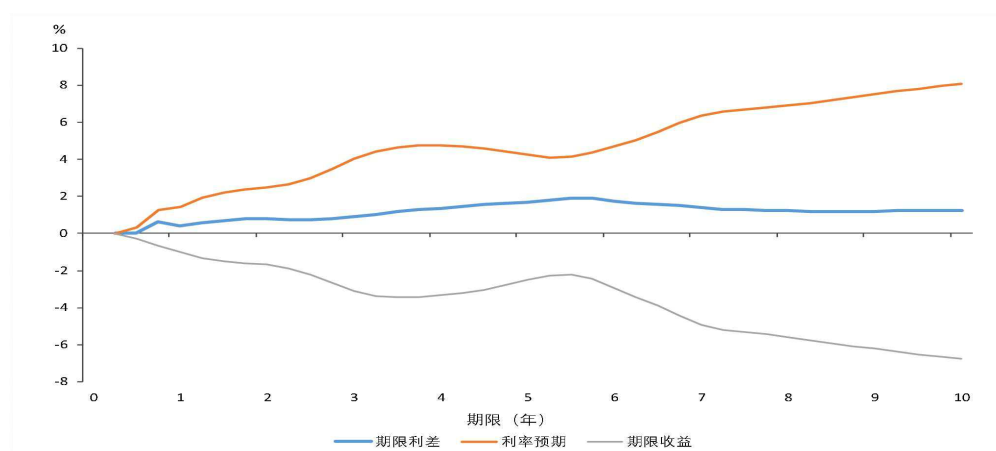
经过严格推导，收益率曲线的斜率（期限利差）可以分解为三部分：利率预期、期限收益（持有长债相对于短债的超额收益）以及凸度偏差（价格与收益率的非线性部分）。其中，凸度偏差通常较小，期限利差主要包含前两个部分。通俗可以理解：陡峭的收益率曲线，预示未来利率上行或正的期限收益；倒挂的收益率曲线，预示未来利率下行或负的期限收益。

本文以一个季度为频率，短债设期限为 3 个月的国债收益率，持有期也设为 3 个月，重点考察中国国债市场。

附图 11 展示了 2020 年 3 月底持有各个期限中国国债 3 个月后，期限利差分解情况。其中，蓝色表示 2020 年 3 月底收益率曲线期限利差；红色表示利率预期，即 3 个月后，各个期限收益率变化部分；灰色线表示期限收益，即持有各个期限债券相对于 3 个月期国债的超额收益部分。图中可以看出，利率预期部分超出了曲线利率（期限利差），即利率上行幅度超过预期利率蕴含的利率上行幅度，导致期限收益为负，且期限越长，负值越大。

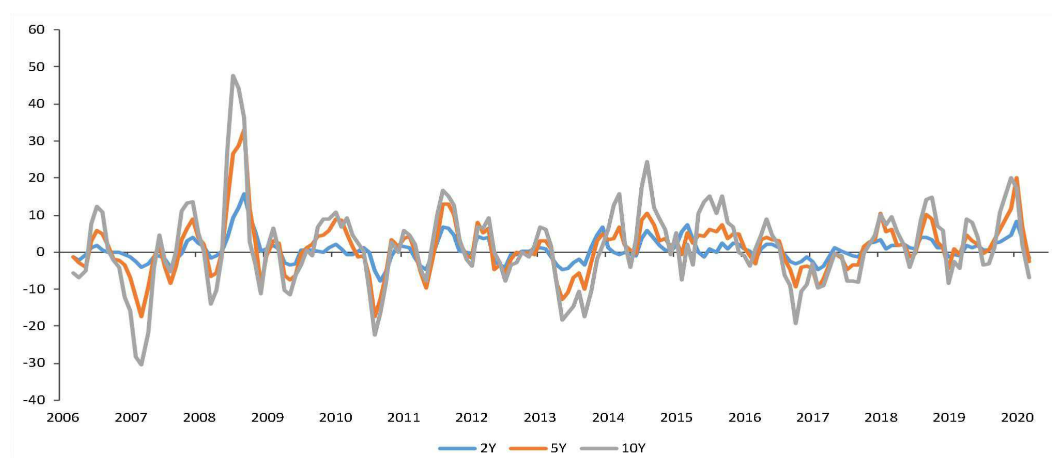
附图 12 展示了中国国债 2 年期、5 年期和 10 年期的期限收益情况。可以看出，期限收益可为正、可为负，其中，正期限收益出现次数略大于负期限收益的次数。同时，正期限收益通常出现在收益率下降期间（如 2008 年下半年）或斜率较陡期间（如 2009 年下半年）；同理，负期限收益通常出现在收益率上升期间

（如 2007 年）或斜率较平期间（如 2006 年下半年）。同时，若曲线较陡，且水平位于历史高位（上行空间较小），则期限利差更多反映的是正期限收益（如 2014 年）；若曲线较平，且水平位于历史低位（下行空间较小），则期限利差更多反映的是负期限收益（如 2016 年下半年）。



附图 11　2020 年一季度末期期限利差的分解

数据来源：中债估值中心，国家金融与发展实验室。



附图 12　中国国债期限收益时间序列

数据来源：中债估值中心，国家金融与发展实验室。

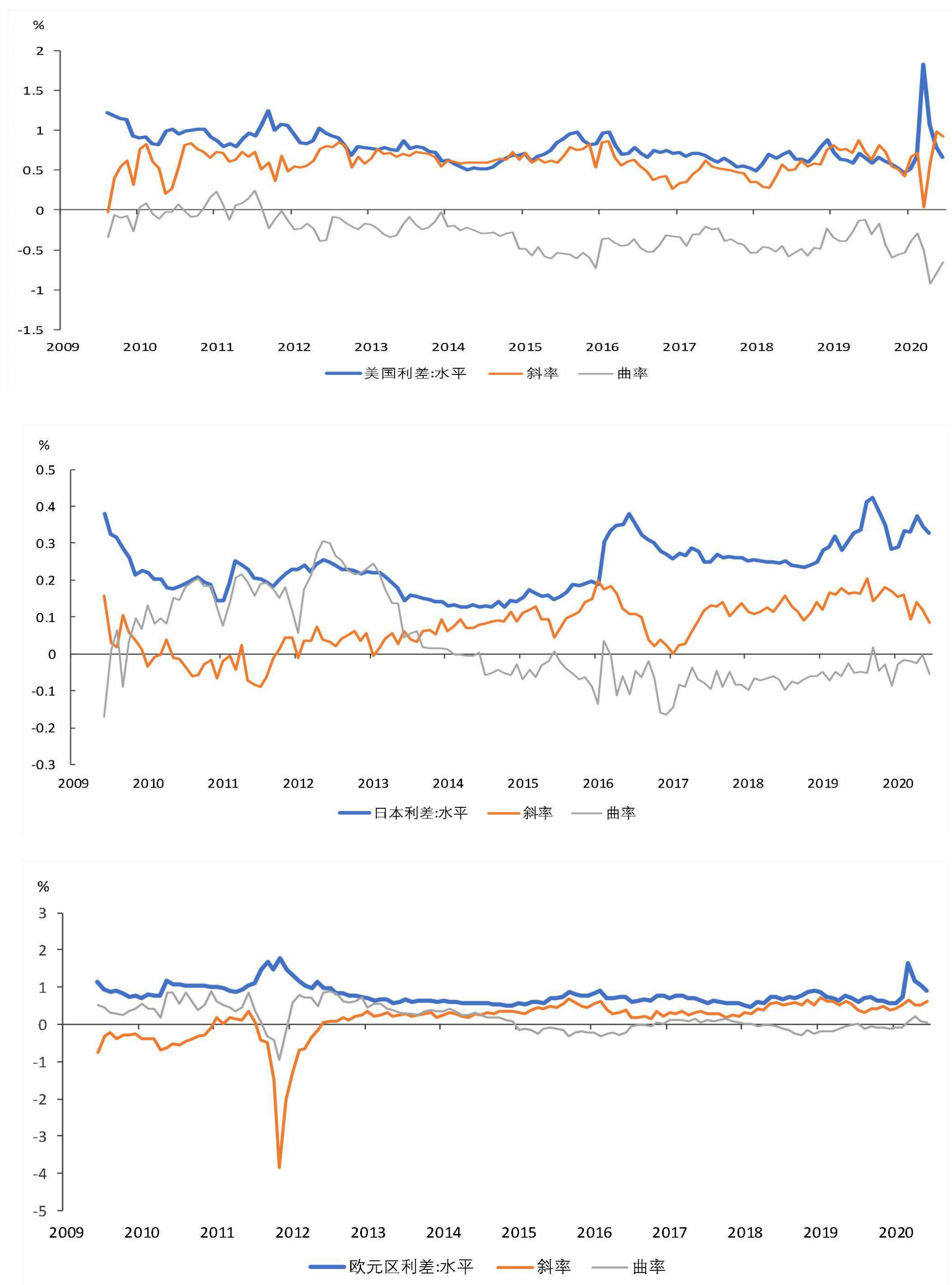
（二）信用利差曲线情况

本文中，信用利差曲线指同一信用等级、不同期限信用债收益率与对应期限国（公）债收益率曲线的利差组成的一条曲线。

1. 发达经济体信用利差曲线情况

2020 年二季度，由于前所未有的财政金融政策支持，尤其是新创设直达实体经济的货币工具，发达经济体信用利差急剧收窄，基本恢复至疫情前水平，

2020 年上半年呈现“倒 V”型。其中，美国利差水平下行 117BP，至 0.66%；日本利差水平下行 4BP，至 0.33%；欧元区下行 75BP，至 0.90%。展望未来，政策仍将支撑经济衰退风险，发达经济体信用利差或将保持稳定。



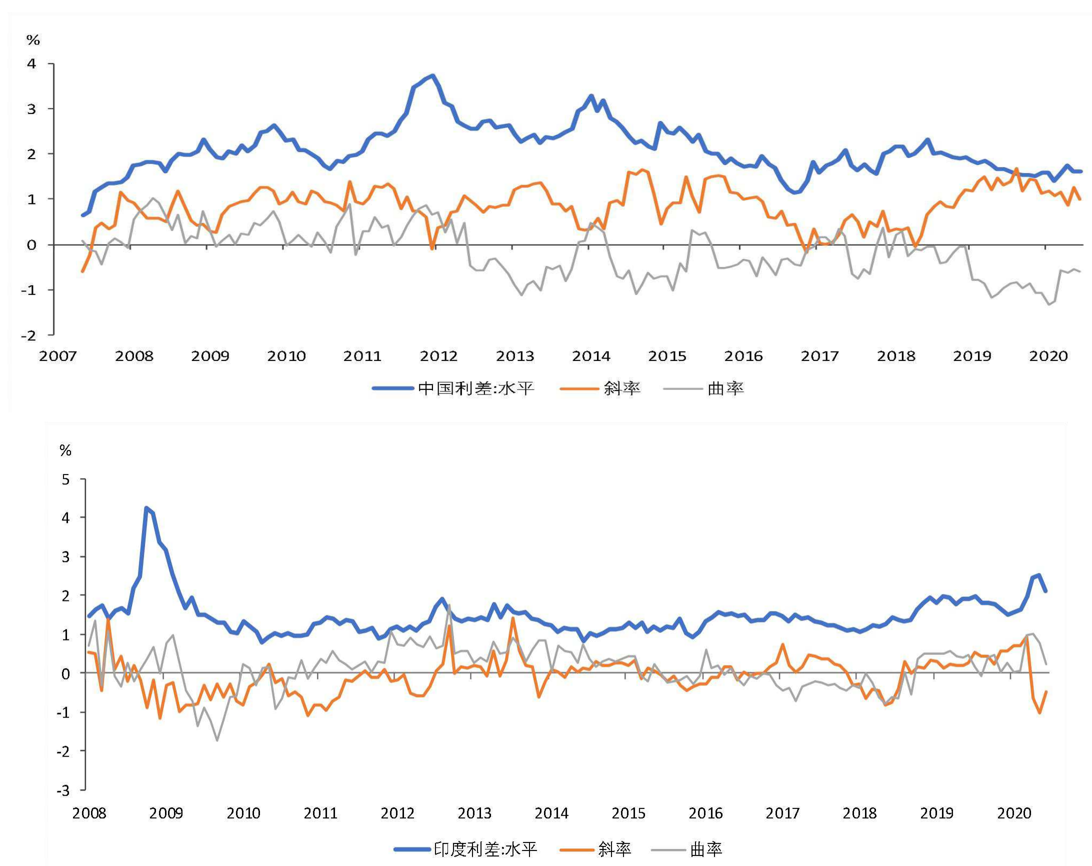
附图 13　主要发达经济体利差曲线情况

注：利差 =(美、日、欧)A 级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomberge，中债估值中心，国家金融与发展实验室。

2. 新兴经济体信用利差曲线情况

2020 年二季度，中国信用利差水平保持小幅震荡；印度则先上行后又有所收窄。疫情对中国信用市场尚未造成重大冲击，中国信用利差水平保持小幅震荡，一方面得益于中国强有力的疫情防控措施，率先控制住疫情；另一方面得益于中国经济韧性、政策上金融向实体经济让利以及货币当局新创设直达实体经济的货币工具。印度由于疫情恶化对经济的冲击，信用利差有较明显上行，随着进一步降息等宽松政策落地，加大对实体经济支持，信用利差又小幅收窄。展望未来，中国信用利差或将继续保持稳定；同时，在新兴经济体持续面对疫情冲击，政策空间将进一步被压缩，信用利差或将进一步抬升。



附图 14　部分新兴经济体利差曲线情况

注：利差 ＝(中、印)AA 级信用债收益率 － 国债收益率

数据来源：Bloomberge，中债估值中心，国家金融与发展实验室。

三、政策启示

疫情冲击下，金融服务实体将更多依赖银行信贷体系，创新直达实体货币政策工具。为应对疫情，央行采取降息放量的超宽松货币政策，银行间资金利率

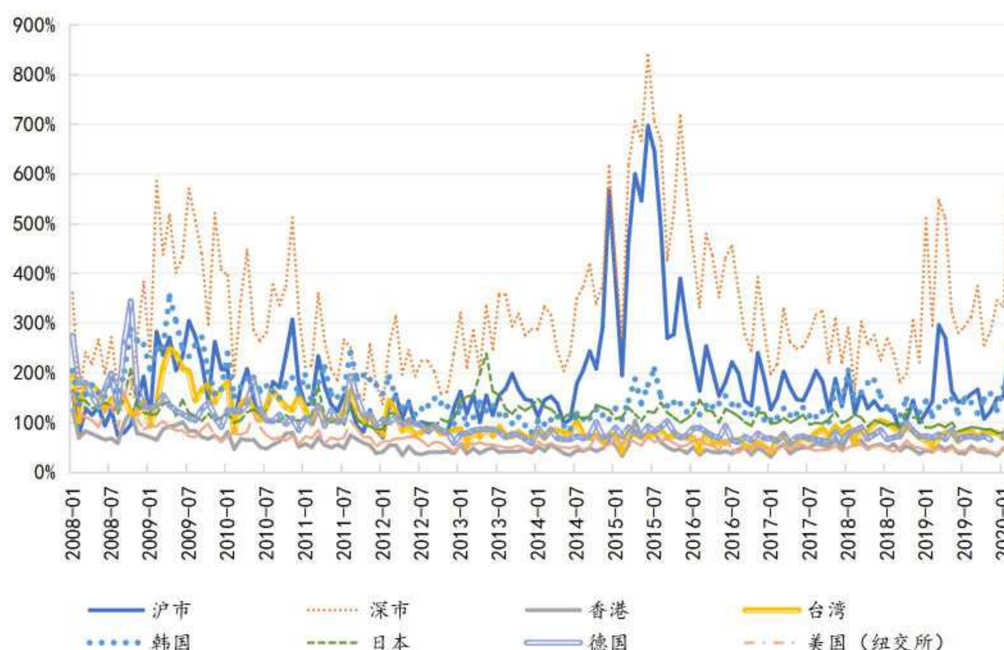
FR001 曾一度降至 0.66 的历史最低点。银行间利率的下行并没有引导资金流向实体经济，反而诱发资金空转套利，部分大型企业通过低成本发债融资后，资金更多的流向结构性存款等金融产品。为此，央行一方面通过公开市场减量续作，逐渐收紧流动性，抬高资金成本，打击企业空转套利；另一方面，通过创新直达实体经济货币政策工具，实现宽信用、稳就业等经济目标。具体措施包括创设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，以及下调再贷款和再贴现利率。目前，服务业复工复产较为缓慢，尤其是容纳大量就业的中小微企业生存压力与日俱增；同时，随着毕业季到来，大量毕业生由于疫情原因，就业将更加困难。下一步，应继续推进 LPR 改革，金融让利实体以及新型政策工具的及时落地，以促进实体经济融资、降低实体经济融资成本。

2020 年下半年，随着积极财政政策落地，国债（包括特别国债）和地方政府债发行压力凸显，目前银行间资金利率已处于合理区间。随着经济稳步复苏，推动银行间市场利率上行，货币政策应更加灵活适度，以权衡协调政府债券发行与利率上行的关系。同时，应注意经济增长中的不确定性和风险，尤其是中美冲突常态化对经济复苏进程的影响。

附件二：全球股票市场估值报告

一、市场换手率

2020 年前 2 月沪市月均换手率 206.31%，深市月均换手率 456.48%，为近五年以来新高，仅次于 2015 年，高于其他年份（沪市 2015、2016、2017、2018、2019 年月均换手率分别为 437.86%、192.44%、161.60%、129.68%、164.96%；深市 2015、2016、2017、2018、2019 年月均换手率分别为 593.25%、374.19%、264.54%、244.20%、360.65%），横向来看，换手率显著高于其他国家，今年前 2 月，美国（纽交所）、德国、日本（东京证券交易所）、中国香港、中国台湾和韩国交易所月均换手率分别为 54.05%、82.14%、91.10%、50.42%、74.24%、191.52%。



附图 1　全球主要市场月度换手率

资料来源：wind，中航证券金融研究所。

二、市场投资价值分析

（一）估值水平

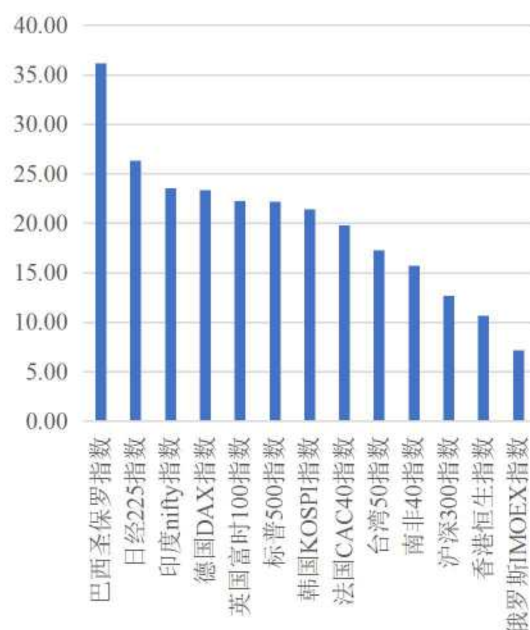
为更加全面地反映我国 A 股估值水平，我们选取全球 13 个经济体的代表性指数进行对比。截至 2020 年 6 月 30 日，Bloomberg 数据显示，沪深 300 指数 P/E（TTM，下同）为 12.69X，P/B（LF，下同）为 1.88X。横向对比全球其他主要

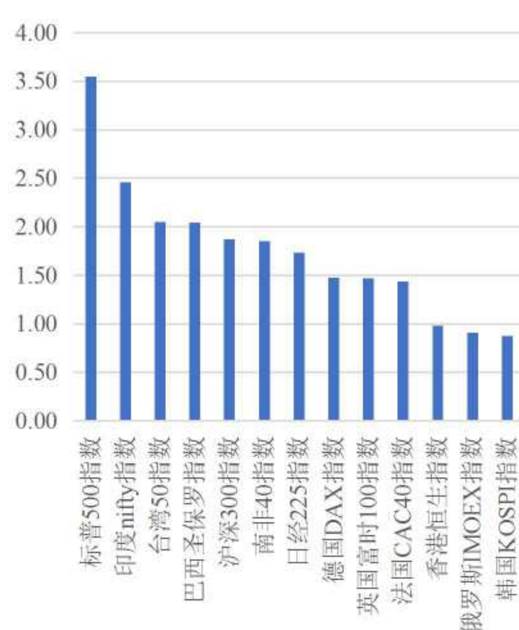
市场，我国 P/E 估值低于全球（13 个经济体样本）平均水平（19.89X），P/B 略高于全球平均水平（1.75X）。

与发达市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于德国 DAX30 指数（23.33X）、美国 S&P500 指数（22.20X）、日经 225 指数（26.35X）、英国富时 100 指数（22.23X）、法国 CAC40 指数（19.78X），高于香港恒生指数（10.65X）；我国 A 股 P/B 估值低于美国 S&P500（3.55X），高于日经 225 指数（1.73X）、英国富时 100 指数（1.47X）、法国 CAC40 指数(1.44X)、德国 DAX 指数（1.47X）、香港恒生指数（0.98X）。

与新兴市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于韩国 KOSPI 指数（21.39X）、印度 Nifty 指数（23.54X）、台湾 50 指数（17.30X）及巴西圣保罗指数（36.20X），高于南非 40 指数（15.74X）及俄罗斯 IMOEX 指数（7.15X）；我国 A 股 P/B 估值低于印度 Nifty（2.46X）、巴西圣保罗指数（2.04X）、台湾加权指数（2.05X），高于南非综合指数（1.85X）、俄罗斯 IMOEX 指数（0.91X）和韩国 KOSPI 指数（0.88X）。

与 2019 年末相比，2020 年 6 月末我国 A 股 P/E 估值排名不变，P/B 估值排名下降。2019 年末沪深 300 指数 P/E 为 12.69X，在 13 个经济体中排名第 11 位，2020 年 6 月末排名第 11 位。2019 年末 A 股 P/B 为 1.87X，在 13 个经济体中排名第 4 位，而 2020 年 6 月末下降至第 5 位。



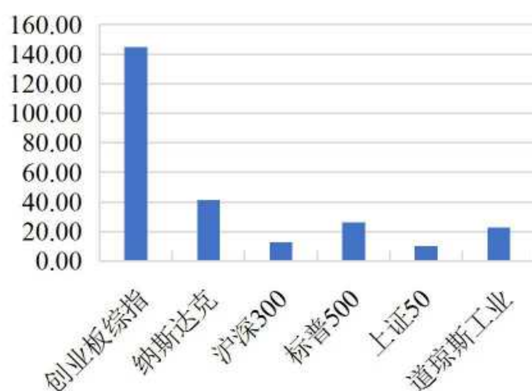


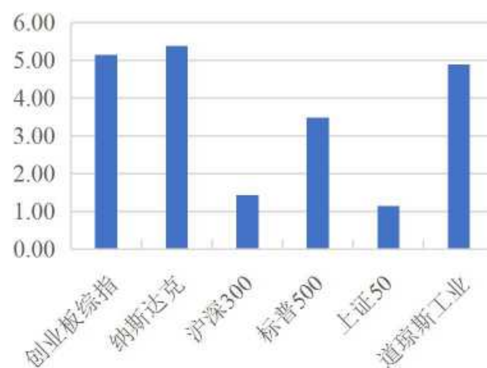
附图 2 全球主要市场 P/E（TTM）估值　附图 3 全球主要市场 P/B（LF）估值

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

另外，我们重点比较了中美两国不同风格股票指数的估值情况，其中沪深300对标S&P500，上证50对标道琼斯工业指数，创业板综指对标纳斯达克综指。Wind2020年二季度末数据显示，P/E方面，沪深300（12.69X）低于S&P500（26.07X），上证50（10.11X）低于道指（22.65X），创业板综指（144.88X）远高于纳斯达克指数（41.26X）；P/B方面，沪深300（1.43X）低于S&P500（3.48X），上证50（1.14X）低于道指（4.89X），创业板综指（5.14X）略低于纳斯达克指数（5.38X）。同时，我们对比了不同风格指数相对市场整体的溢价（折价）水平，P/E方面，创业板综指/沪深300（11.42X）高于纳斯达克指数/标普500（1.58X），上证50/沪深300（0.80X）低于道指/S&P500（0.87X）；P/B方面，创业板综指/沪深300（3.60X）高于纳斯达克指数/标普500（1.55X），上证50/沪深300（0.80X）低于道指/S&P500（1.41X）。

因此，我国市场整体估值略低于美国，但存在结构性差异，无论是从相对估值水平还是相对溢价上看，我国小盘成长股估值高于美国，而大盘蓝筹估值低于美国。与2020年3月相比，2020年二季度末P/E创业板综指/沪深300指数上升44.37%，纳斯达克指数/标普500指数下降2.04%，上证50/沪深300指数上升2.35%，道琼斯工业指数/标普500指数下降13.99%。由于2020年3月中旬起市场大幅度反弹，风险偏好使创业板市值上升；二季度创业板表现远远强于大盘，导致市净率提升明显，创业板与沪深300估值差异较去年末扩大20.5%。而上证50成分股中银行地产等周期股在今年一季度走势较弱，估值扩张落后于沪深300与创业板。美国二季度市场大幅上涨过程中，微软、亚马逊等龙头科技股屡创新高，是推升道琼斯指数估值的主要因素，纳斯达克表现优于标普500和道琼斯指数，纳斯达克估值与大盘股估值差距在逐渐拉大。而沃尔玛、强生、宝洁等消费股相对较弱。在两国股市都处于反弹时期，中国小盘股相对大盘走势优于美国，美国价值股走势较为疲软，而中国大盘股强劲反弹。随着两国资本市场估值体系接轨，不同风格股票估值存在上修（下调）空间。

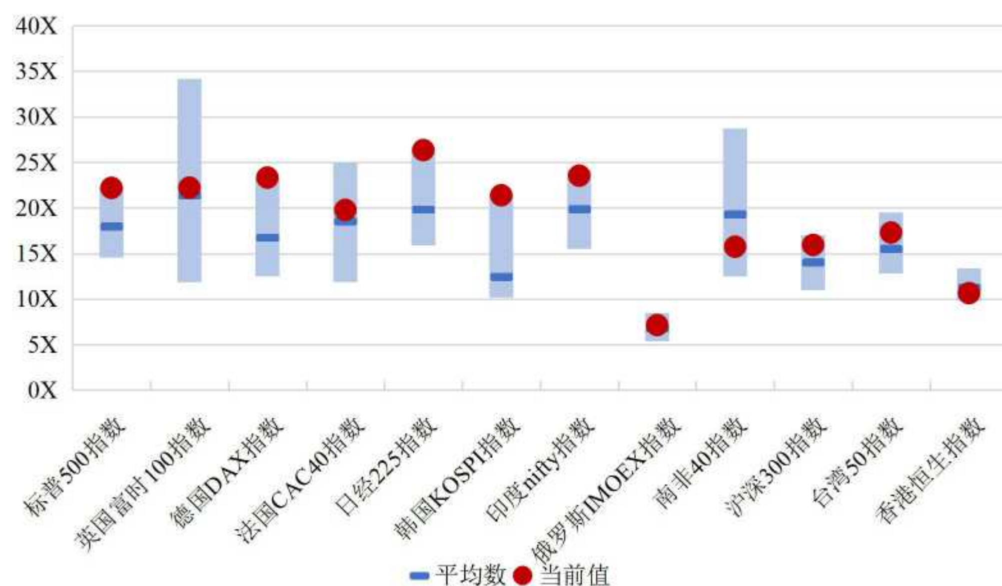




附图 4　中美不同风格指数 P/E 估值　　附图 5　中美不同风格指数 P/B 估值

资料来源：Wind，中航证券金融研究所。

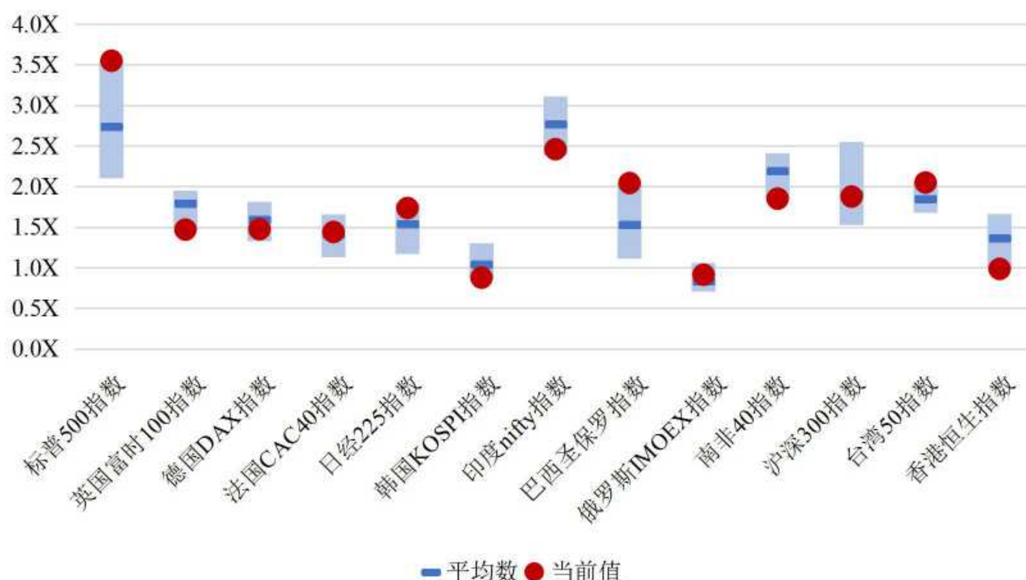
我们对比了全球主要指数 2010/03/31-2020/06/30 估值情况，观察各指数目前所处历史分位。P/E 方面（由于巴西估值区间过大，图中予以剔除），香港、南非估值处于历史区间底部，日本、印度接近历史顶部，俄罗斯接近历史中值；P/B 方面，德国、英国、香港、韩国、印度、南非均处于历史区间底部，日本、台湾和标普 500 估值偏高，法国和中国 A 股接近历史中值。今年二季度市场大幅震荡之后，部分欧美发达市场高估值改善。



附图 6　全球股市 P/E 历史分位

注：长方形区域的顶端为历史九十分位，底端为历史十分位。

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 7　全球股市 P/B 历史分位

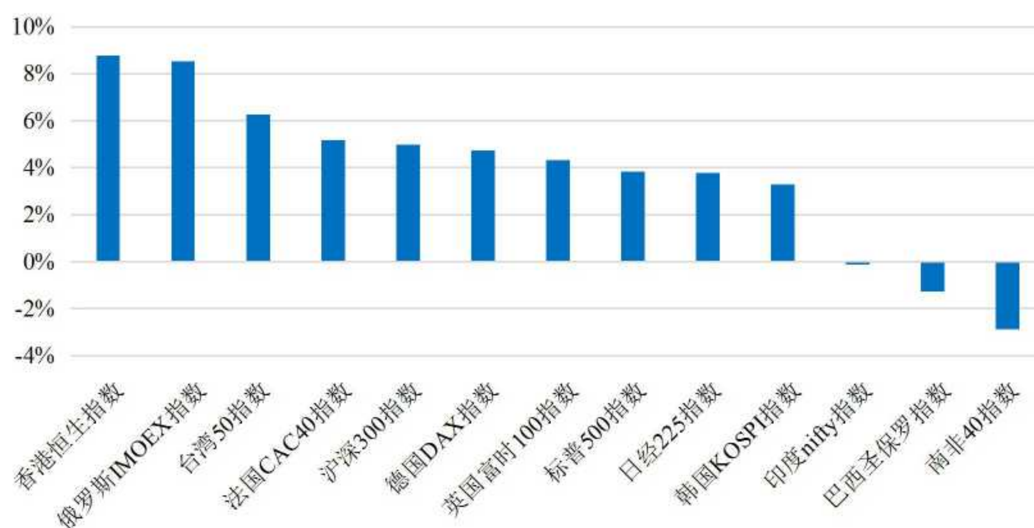
注：长方形区域的顶端为历史九十分位，底端为历史十分位。

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

（二）风险溢价

我们综合全球主要指数的 P/E 估值及各国家及地区十年期国债收益率，对全球主要市场风险溢价水平进行比较。风险溢价越高，反映出权益类资产相对固收类产品预期收益率越高。我们计算风险溢价的过程遵循以下公式：

$$\text{Risk Premium} = \frac{\text{E}}{\text{P}} - \text{10 Year Treasury Yield}$$



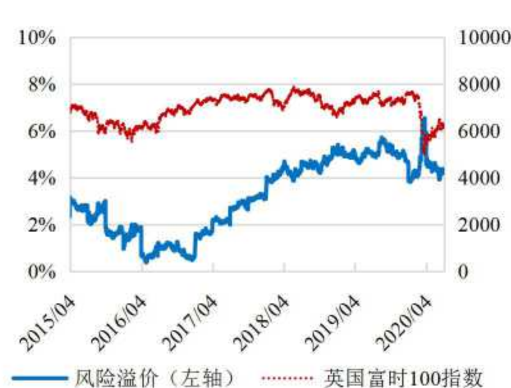
附图 8　全球股市指数风险溢价水平（截至 2020 年 3 月 31 日）

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

2020 年一季度，疫情冲击下全球股市风险溢价水平大幅上升。2 月 19 日开始，新冠疫情在全球加速蔓延，美债收益率快速下行，美股开启第一轮下跌，股市风险溢价水平上行。3 月油价冲击经济基本面，股市持续暴跌并进一步引发市场流动性问题，股市风险溢价水平飙升。美国联邦政府出台疫情纾困法案提供财政支持，美联储通过多重流动性支持加码宽松，3 月下旬美股市场开始企稳，风险溢价出现见顶回落。一季度欧洲、亚洲发达市场股市均出现大幅下跌，股市风险溢价水平总体呈上升趋势。新兴市场方面，俄罗斯 IMOEX 指数风险溢价水平较高，反映出股市相对债市的配置吸引力更高。印度、巴西、南非由于通胀和高利率的经济环境，风险溢价为负。我国风险溢价相较其他新兴市场波动较小，2019 年受中美贸易摩擦等海外不确定性压制风险偏好，国内经济下行压力加剧，上市公司盈利探底，指数估值与风险溢价反复震荡。2020 年 1 月下旬开始，市场担忧疫情冲击经济与企业生产，A 股指数出现连续下跌，估值收缩导致股市风险溢价上升。2 月一行两会打响金融战“疫”，国债收益率快速下行。3 月以来，海外疫情扩散导致冲击外需，市场对需求的担忧引发市场补跌，随着市场二次探底 A 股风险溢价水平快速上行。3 月份以后全球股市开始大幅度反弹，风险溢价大幅度缩小，纳斯达克指数市值创出新高，各主要市场风险溢价水平开始下降。俄罗斯和香港股市风险溢价水平依然较高，前者依然受到国内经济增长的负面压制，后者主要由估值水平较低所导致。总体而言，全球范围内股市配置价值相对债市存在优势，而国内对外开放与资本市场改革不断推进，要素市场化配置将显著改善 A 股风险溢价，A 股的中长期稳健走势可期。此外，港股的估值优势明显，如果全球资金面宽松状态不变，港股将呈现明显的配置优势。

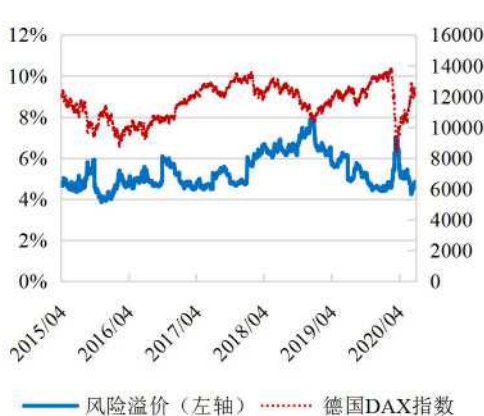


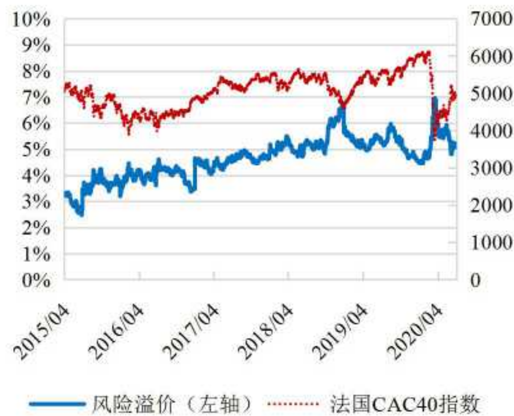
附图 9　美国股市风险溢价水平



附图 10　英国股市风险溢价水平

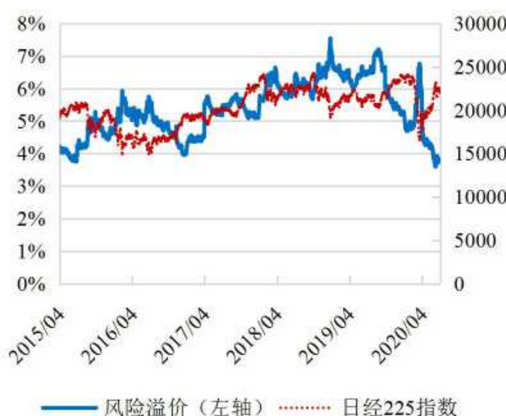
资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

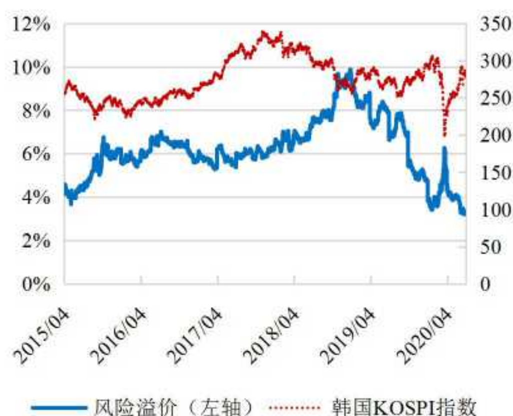




附图 11　德国股市风险溢价水平　　附图 12　法国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。





附图 13　日本股市风险溢价水平　　附图 14　韩国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

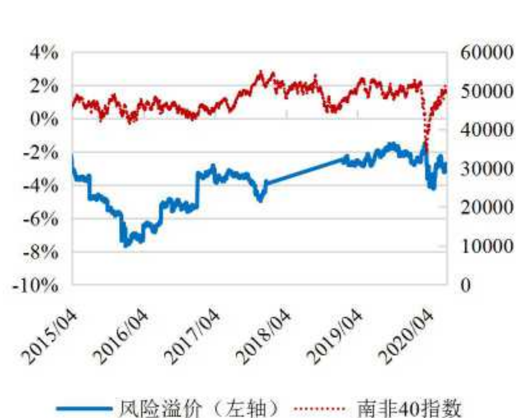




附图 15　印度股市风险溢价水平　　附图 16　巴西股市风险溢价水平

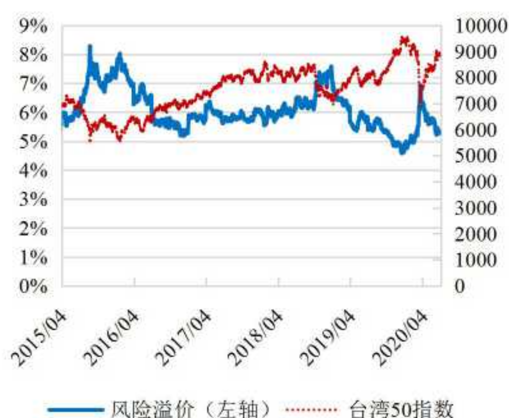
资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

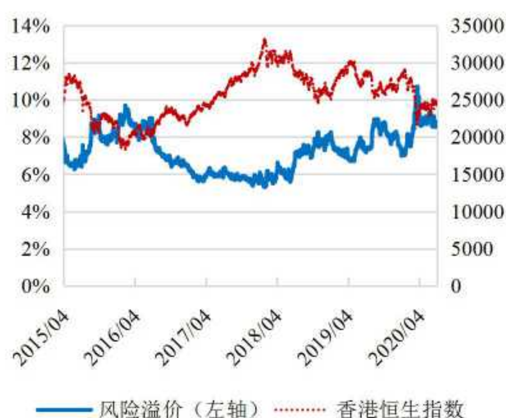




附图 17　俄罗斯股市风险溢价水平　　**附图 18　南非股市风险溢价水平**

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。





附图 19　台湾股市风险溢价水平　　**附图 20　香港股市风险溢价水平**

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 21　中国 A 股风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

附件三：汇率报告

- 2020 年二季度，美国、欧洲等主要国家宏观经济指标出现回暖迹象，全球风险偏好得到修复，乐观情绪下风险资产走强、美元指数走弱。人民币汇率总体呈震荡走势。7 月初以来，由于国内股市表现亮眼，人民币汇率快速升值，一度突破 7 整数大关。展望三季度，疫情与基本面的走向将继续主导汇率的变动。短期内，考虑到后市经济的实际修复可能很难出现超乎预期的好消息，因此存在情绪修复导致风险偏好回调的可能，在欧元复苏计划落地前，美元仍有上涨动力。中长期，随着世界主要经济体走上复苏道路，尤其是如果欧洲复苏计划顺利落地，美元中枢将下探，同时利多欧元。人民币在资金流入的支撑下存在升值动能，但中美关系仍是未来一段时间人民币汇率的主旋律，蕴含极大不确定性。需要关注的风险包括：美国疫情发展进一步失控、中美冲突加剧、欧洲复苏计划落空。

一、外汇市场回顾

2020 年二季度，人民币汇率总体呈震荡走势，仅出现了几次小波折：

（1）2020 年 5 月末，香港国安法推动后，美国公然干涉我国内政，导致了一定的政治摩擦。**地缘政治因素使得风险偏好下行，美元指数走高，人民币贬值近 1%，但随后很快回调，显示出了较强的韧性。**

（2）**6 月中旬，北京新冠疫情出现反复，给经济恢复带来了一定的不确定性，人民币稍有贬值。**由于北京防控疫情响应及时，二次疫情很快被控制，每日新增确诊病例归零，最终并未给经济基本面和人民币汇率带来很大冲击。

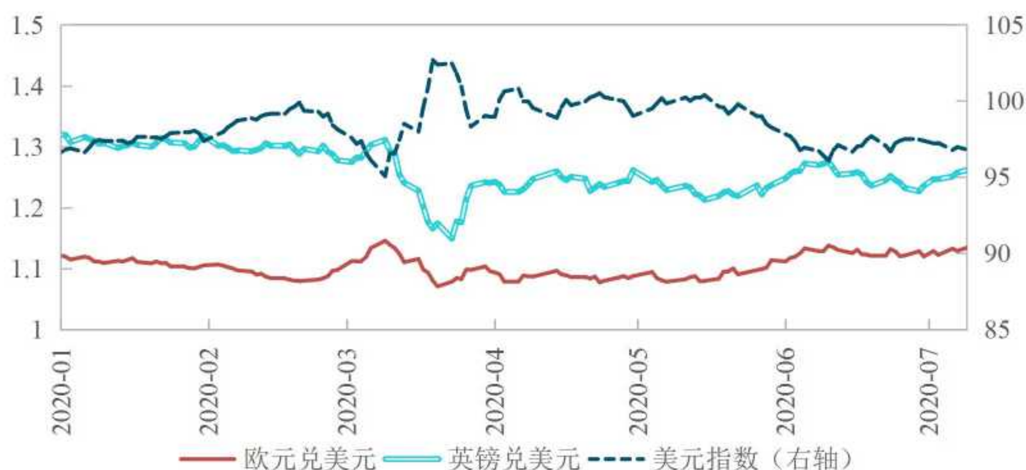
（3）7 月初以来，国内 A 股实现连续 8 个交易日上涨，两市成交额持续放量。在全球流动性宽松的大背景下，**凸显了人民币资产的价值，资本净流入驱动人民币汇率显著走强。**7 月 9 日人民币一度收复“7”关口。截至 7 月 10 日，美元兑人民币汇率相对季度初升值 1.39%。



附图 1　人民币和美元汇率走势

数据来源：WIND。

美元方面，二季度风险偏好整体下行，但美元资产吸引力不减，因此美元指数在前期以震荡为主。随着全球经济数据向好，尤其是 5 月底、6 月初欧盟复苏的曙光和 7 月初中国股市的上涨，美元指数已逐步下探到 97 以下。截至 7 月 10 日，美元指数报收 96.67，相比季度初下降 2.3%。



附图 2　欧元和英镑汇率走势

数据来源：WIND。

欧元与英镑基本与美元反向而行。截至 7 月 9 日，欧元兑美元较季度初升值 3.71%，这主要是由于欧洲疫情防控成果相对较好、经济出现回暖迹象所致。英镑虽然同享欧洲经济重启红利，但由于脱欧协议的不确定性，以及二季度之初疫情防控相对较差，其涨幅较小，本季度升值 1.54%。

二、汇率走势分析

影响汇率的因素很多也很复杂，但**基本面、政策面、风险偏好与资金流动，以及地缘政治等几个关键点构成了汇率决定的主线；在不同的时点和不同的期限跨度下，又会有其中某个或者某几个因素成为左右汇率的主要矛盾。**近期，在这条主线上，新冠疫情的发展和地缘政治又是贯穿其中的主旋律。

（一）基本面因素

基本面是汇率中枢和长期走势的决定因素。二季度尤其是 5 月以来，世界各国逐渐解除封锁，虽然仍然面临一定的疫情复发风险，但是近期出炉的一系列数据预示着全球经济有望迎来复苏。



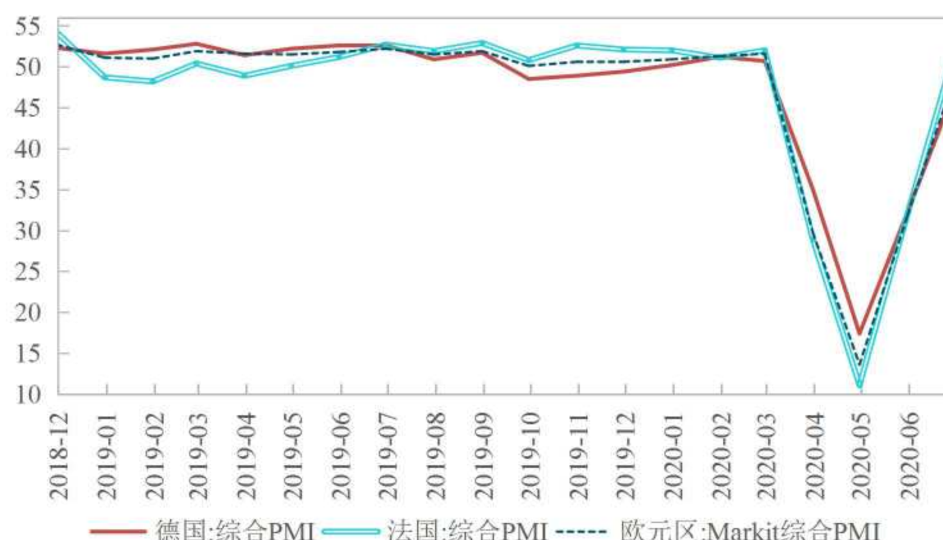
附图 3　美国劳动市场出现回暖

数据来源：WIND。

美国方面，最新出炉的 6 月非农就业数据大超预期，新增 480 万，创历史新高。同时，6 月失业率下降至 11.1%，经季调的劳动力参与率和名义时薪增速也开始回归，6 月份的劳动参与率为 61.5%，私人非农名义时薪增速也从 4 月近 8% 的高点回落到 5.04%。**劳动力市场无论从数量和价格上，均见回暖迹象。**

全球制造业也呈“V 字”复苏态势。根据最新数据，6 月份美国制造业 PMI 指数录得 52.6，不仅站在荣枯分水岭以上，而且远超预期。欧洲方面，法国和德国 6 月份综合 PMI 分别为 51.7、47.0，欧元区综合 PMI 则录得 48.5，也高于预期水平。国内数据显示，5 月规模以上工业增加值同比增 4.4%，比 4 月份的 3.9%

增速扩大，宏观数据进一步转暖。

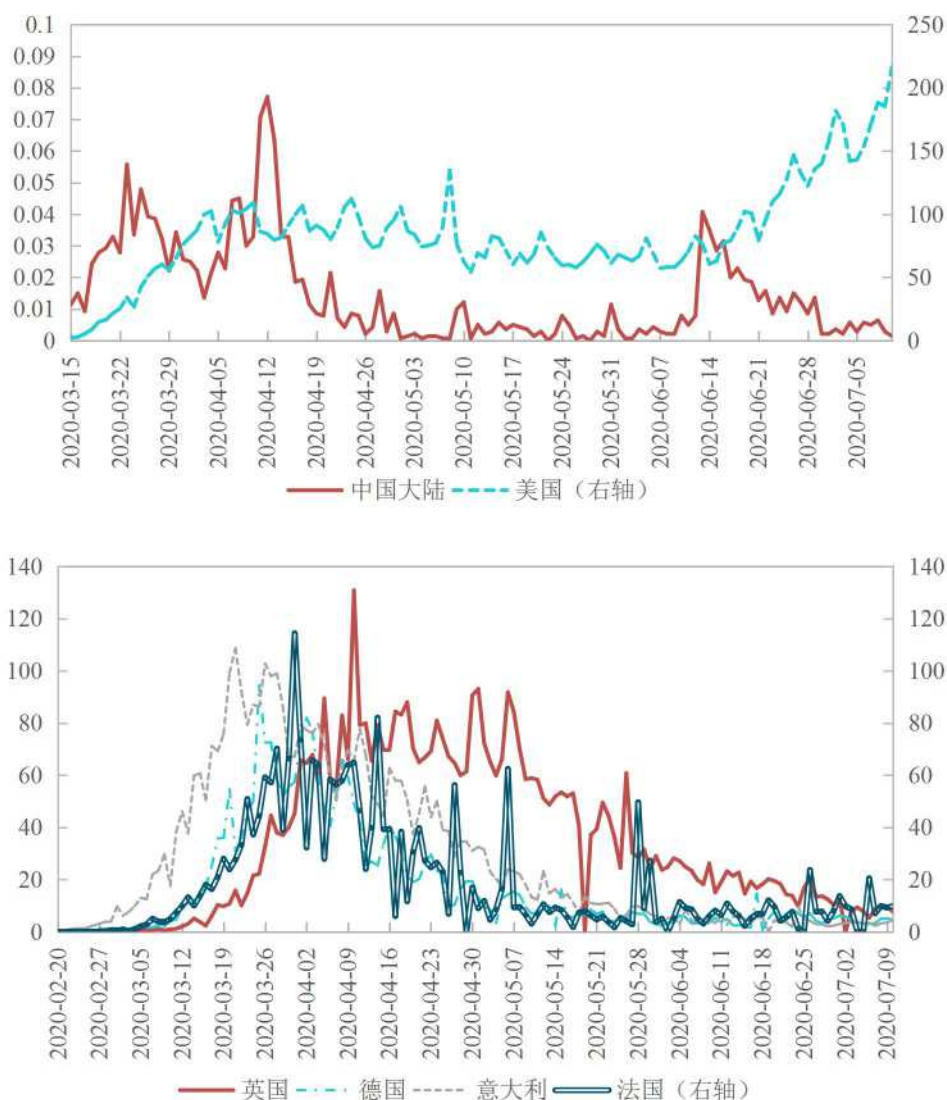


附图 4 各国新冠疫情发展趋势

数据来源：WIND。

在经济数据回暖的同时，我们也要注意到，疫情防控仍然给全球复苏笼罩了一层不确定的迷雾。这次新冠疫情与以往的危机不同，过去的危机往往内生于经济和金融本身，故可以通过经济和金融的政策解决。**然而疫情是公共卫生层面的问题，是典型的外生冲击。中短期内，疫情防控仍是基本面的重要影响因素。**

我们以每日新增病例作为观察依据，并用总人口数将之标准化，**形成每百万人口每日新增确诊病例这一横向可比指标。**总体而言，我国疫情虽然在 6 月份出现局部地区的复发，但好在防控措施及时高效，目前已确定性地得到了控制。欧洲在重启经济后虽然有所反弹，但是没有预期那么严重，英国、德国、法国等主要欧洲国家疫情得到了一定的控制。反而美国在 5 月份复工后，爆发了蔓延全国的种族骚乱，疫情不仅没有走向收敛，反而每日新增病例数量屡创新高，呈现愈发严重的态势。但是，美国的疫情问题不仅从基本面上影响美元走势，更从风险偏好层面影响美元并波及全球市场。

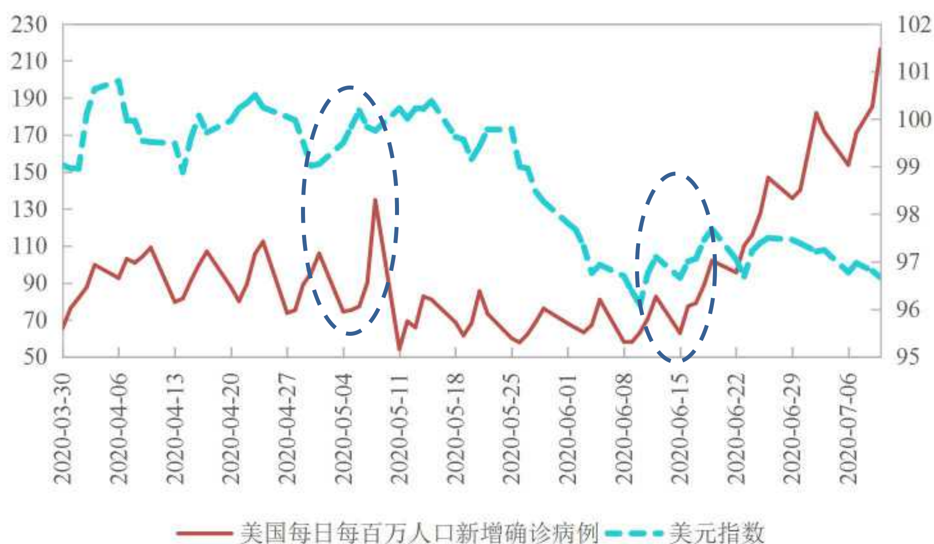


附图 5　新冠疫情发展形势

数据来源：WIND。

（二）流动性与风险偏好

国际市场的风险偏好或者说情绪往往是响应最早也最快的因素。对于美元来说，疫情的恶化从基本面上利空美元，却从风险偏好层面利多美元。对于同一个现象，呈现多空相反两方面的影响，哪一个方向的影响占据主导，结论往往是难以确定的。然而，刚刚过去的二季度却为我们提供了一次天然的“试验”。二季度，美国疫情屡创历史新高，其对美国基本面的利空效应却往往不如对风险偏好的抑制作用。如图所示，美国疫情反复在二季度大多提振美元。这也从侧面说明，**二季度汇率决定的主要因素仍是风险偏好而非基本面，而这两个因素的切换可能在三季度完成。**



附图 6 美国新冠疫情与美元指数走势

数据来源：WIND。

6 月末至 7 月初，情况发生转变。美国新增确诊病例攀升伴随美元指数走弱，有几方面原因：一是美国疫情防控边际恶化明显，从基本面角度利空美元的效应上升；二是国际主要经济体基本面数据带来了较多的好消息，提升了国际风险偏好。**但是这种背离也提醒我们注意短期内乐观情绪的修正压力，可能会让美元指数有所反弹。**

对于人民币来讲，除了基本面的恢复为其提供支撑以外，在全球货币政策极度宽松甚至实际负利率的背景下，人民币资产的价值已经凸显。7 月以来，国内股市连续多日上涨，7 月 2 日-10 日，股陆通北上资金净流入达 585.16 亿元。**国际资本对人民币资产的青睐将给人民币提供一定的升值动能。但要警惕的是，**利差结合风险偏好导致的资金流入很不稳定，一旦未来出现任何风吹草动，突如其来的变化就会引起资金流动逆转，带动国内市场恐慌情绪，引发羊群效应和踩踏事件。

（三）政策面因素

政策面是影响汇率中短期走势的重要因素。在全球经济受到新冠疫情影响的背景下，美国的政策面无疑是其中的关键。6 月末，美联储宣布了一系列已经得到美国财政部批准的紧急贷款计划，将以前所未有的方式向企业、州及地方政府直接发放贷款，财政货币化已经十分明显且直接。**短期来看，**美国大刀阔斧的

政策刺激的确能够维持全球美元流动性，平抑恐慌情绪，帮助经济复苏和抵御不确定性。**但在中长期，**美国政府财政扩张是不可持续的，这势必会利空美元，甚至进一步损害美元自身国际货币的信用基础。我们认为，**新冠疫情可能是美元国际地位降低的催化剂，未来这一缺位可能会由其他主权货币填补，亦可能为Libra 等社区性质的货币带来新的机遇。**

随着恐慌情绪被抚平，市场对于美联储政策的边际关注正在下降，未来一段时间政策面因素可能退居二线。除美国的政策以外，欧盟复苏计划值得关注，如果它能如期在三季度出炉，那么将利多欧元、利空美元。

（四）地缘政治风险

地缘政治方面，我们在一季度报告中就提前警示了地缘政治风险的可能。三季度首先要关注的是英国脱欧谈判的进展。由于欧盟的“死线”在 10 月底，而7 月份将是双方密集协商的重要时间区间。考虑到谈判过程可能比较艰难，且谈判结果往往在临近最终时间节点时方能达成，因此**第三季度英镑的波动可能会放大。**

5 月以来，中美摩擦再起，美国把疫情损失甩锅中国，并通过全球产业链和供应链去中国化、实体清单、关税、诉讼等一系列手段进行报复，还借香港国安法和种族等问题干涉我国内政。目前，虽然美国宣称中美贸易协议继续执行，但是**考虑到美国大选日期临近，料三季度中美摩擦仍会成为冲击外汇市场的重要外因，这也将给人民币带来一定下行压力，并扩大其波动区间。**

三、新兴市场概览

针对**新兴市场**，我们统计了 22 个国家（和地区）的货币情况（如附表 1），2020 年二季度，受到整体风险偏好回升的影响，大部分非美货币对美元有所升值。在我们的统计中，有 18 个国家和地区出现了对美元不同程度的升值。在个体层面上，年度升值幅度超过 10%的有印尼、哥伦比亚两个国家，其中印尼卢比升值 11.65%高居榜首；墨西哥、俄罗斯、智利、南非、捷克、匈牙利、泰国和波兰的货币升值幅度在 5%~10%，处于中游；罗马尼亚列伊、韩元、菲律宾比索、新加坡元、新台币、人民币等 8 种货币升值幅度低于 5%；而阿根廷比索、土耳其里拉、巴西雷亚尔、秘鲁索尔则出现了贬值，其中阿根廷比索贬值最多，为

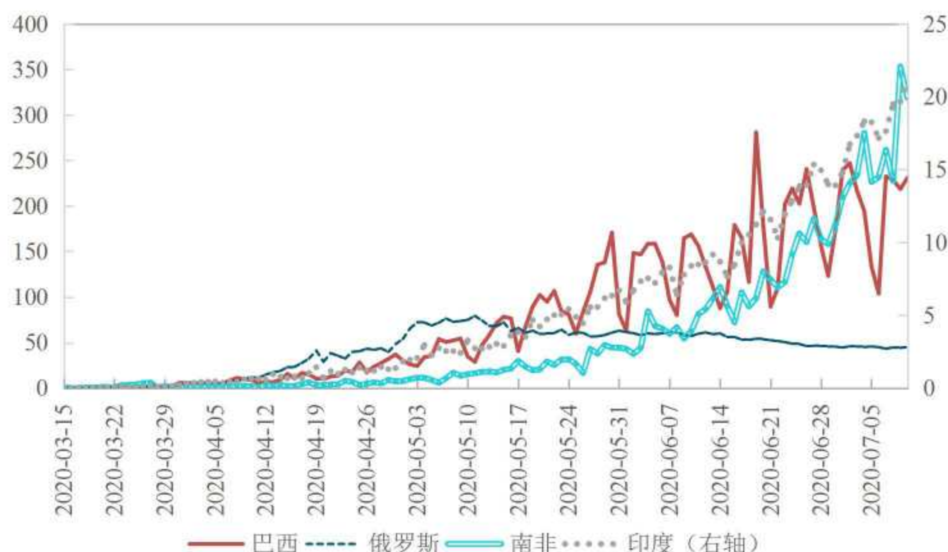
9.93%。在地区上，亚洲国家货币整体升值，而南美国家分化较大。

附表 1　新兴市场国家（和地区）二季度汇率变化情况（截至 2020 年 7 月 10 日）

货币名称	当前兑美元汇率	汇率变动
阿根廷比索	70.94	-9.93%
土耳其里拉	6.8592	-4.31%
巴西雷亚尔	5.344	-1.98%
秘鲁索尔	3.5185	-1.48%
印度卢比	75.0031	0.51%
人民币	6.9943	1.17%
马来西亚林吉特	4.268	1.37%
新台币	29.613	2.29%
新加坡元	1.3905	2.38%
菲律宾比索	49.444	2.63%
韩元	1195.5	2.84%
罗马尼亚列伊	4.2716	3.21%
波兰兹罗提	3.9486	5.31%
泰国泰铢	31.169	5.31%
匈牙利福林	312.74	6.00%
捷克克朗	23.474	6.25%
南非兰特	16.8708	6.42%
智利比索	781.74	8.25%
俄罗斯卢布	70.88	8.82%
墨西哥比索	22.2808	9.03%
哥伦比亚比索	3633.42	10.39%
印度尼西亚卢比	14501	11.65%

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室整理。

新兴市场国家的汇率走势，**在外因上，共同的主因是全球风险偏好回升和美元走弱。**二季度新兴经济体汇率主要是上一阶段超跌的回吐，并不意味着新兴市场整体环境的改善。例如阿根廷面临持续的经济衰退，新冠疫情的流行又进一步雪上加霜，其比索二季度仍然呈现下行态势。**短期内，由于二季度末乐观情绪过于浓厚，我们预计美元可能会出现一波回调，新兴市场货币仍存在一定压力。**



附图 7　主要新兴市场国家每日每百万人新增确诊病例

数据来源：WIND。

疫情方面，新兴市场金砖国家中，印度和南非疫情仍在走高，拐点看起来遥遥无期；巴西疫情也在逐渐恶化；俄罗斯的情况与二次爆发前的美国很像，虽然每日新增确诊病例没有进一步攀升，却也没有收敛。总体而言，**新兴经济体疫情发生的时间点落后于欧美发达国家，目前欧洲疫情防控相对乐观，如果后续迎来确定性的复苏，这种错位预计会对新兴经济体产生一定的贬值压力。**

总体而言，**新兴市场国家汇率受到外部影响更大，疫情蔓延背景下贬值压力较大。一旦新兴经济体主权货币遭受冲击，要防止风险传导波及人民币汇率。**

四、三季度展望与政策启示

总体来看，刚刚过去的二季度，在流动性非常充裕及基本面数据转暖的大背景下，国际市场已经基本完成了风险偏好的重塑，风险资产正受到青睐。**展望三季度，疫情与基本面的走向可能会切换为主导因素。如果世界主要经济体确定性地走上复苏道路，尤其是如果欧洲复苏计划顺利落地，美元中枢将下探，同时利多欧元。但在短期内还可能存在变数，要注意乐观情绪与过分一致的预期受到外部扰动而突然转向的可能性，如果出现外部冲击，则仍可能出现美元短期回调的情况。**

人民币在资金流入的支撑下存在升值动能，但中美关系仍是未来一段时间人民币汇率的主旋律，蕴含极大不确定性。政策上，需要关注几方面的风险：

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	**20000 份行业研究报告**	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学	
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学	
	吉他教学					
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学	
	围棋教学	高尔夫球				
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织	
	小吃+美食					暗号：666
语言学习：	英语					免费领取资料微信
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学				1131084518

微信1131084518
撩汉liaohan.net
最好资源zuihaoziyuan.com



一是新兴经济体疫情发展滞后于发达经济体，如果与其固有的经济金融问题联动，可能出现新兴经济体的流动性危机，波及全球外汇市场；二是中美关系，在美国大选前，中美关系还可能从政治领域深化至金融领域；三是要严密监测跨境资本流动。三季度初国内股市表现亮眼，吸引了大量资金流入。考虑到发达经济体仍存在风险溢价上升、垃圾债违约等系统性风险隐患，要谨防资金流向反转引发国内投资者恐慌情绪和踩踏事故。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。